



Orava Asuntorahasto

Seurannan aloitus

Inderes on tuottanut tämän raportin sijoittajien informatiiviseen käyttöön. Raportissa esitetyt arviot perustuvat markkinoilla yleisesti käytettävissä oleviin tietoihin sekä yhtiön johdon haastatteluihin.

Inderes Osaketutkimus & Yrityspalvelut

Inderes on vuonna 2009 perustettu analyysiyhtiö, joka tarjoaa yrityksille ja rahoittajille työkalut taloudellisesti kannattavien päätösten tekoon. Yhtiö on kokonaan työntekijöidensä omistama.

Inderes Osaketutkimus on palkittu suomalainen pankkiiritoiminnasta riippumaton analyyttikotiimi, joka tarjoaa syvällistä fundamenttianalyysiin pohjautuvaa tutkimusta Helsingin pörssissä (OMXH) listatuista yhtiöistä pääomamarkkinoiden tarpeisiin. Markkinoiden informaatiotarpeita palvelevan osaketutkimuksemme tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka niin sijoittajille kuin yhtiöille.

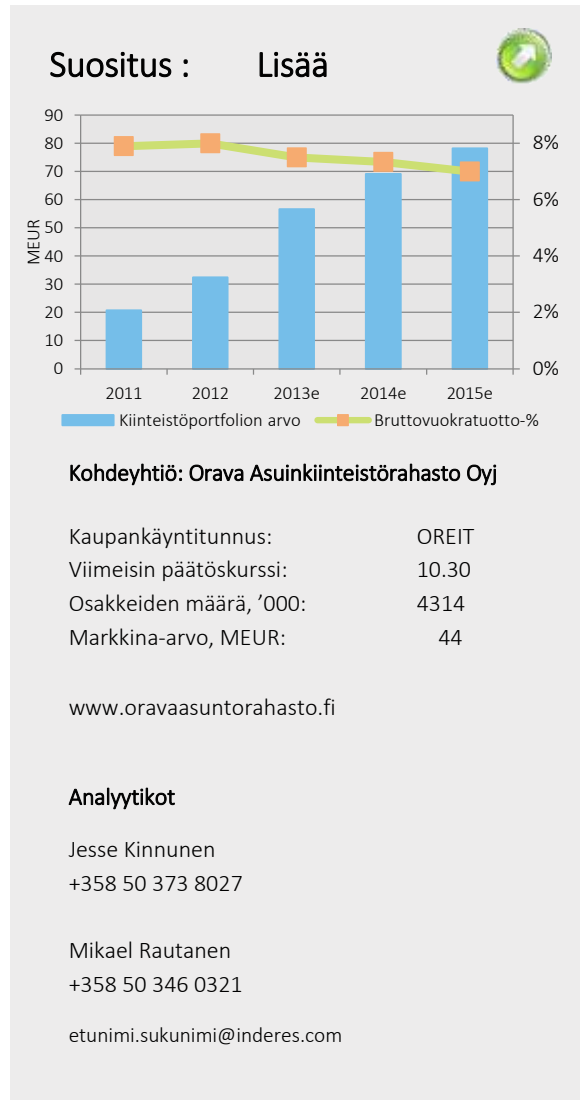
Inderes Yrityspalvelut palvelee kaikenkokoisia yrityksiä arvonmäärityksen, riskianalyysien, rahoituksen suunnittelun ja yritystutkimuksen alueilla. Tutkimukset hyödyntävät jatkuvasti pörssiyrityksiä ja taloutta seuraavan analyyttikotiimimme asiantuntemusta yrityksen arvonmäärityksessä sekä eri liiketoimintamallien ja toimialojen ymmärtämisessä.

Orava Asuntorahasto

15.10.2013

Sijoitustutkimus

- Orava Asuntorahasto on ensimmäinen suomalainen asunto-REIT, joka on vapautettu tuloverosta ja luovutusvoittoverosta tietyin edellytyksin. Orava tarjoaa Suomen asuntomarkkinoille sijoittamiseen uuden likvidin instrumentin, joka on myös piensijoittajien ulottuvissa. Yhtiö keräsi 4.10. päättyneessä listautumisannissa noin 27 miljoonaa euroa ennen kulujen ja palkkioiden vähentämistä.
- Oravan toimintamallina on ostaa kokonaisia kiinteistöjä tukkumarkkinoilta alennettuun hintaan, vuokrata ne eteenpäin ja myydä vuokratyöstä vapautuvia asuntoja käypään hintaan markkinoille. Yhtiön toimintamalli ja siihen liittyvä sääntely-ympäristö mahdollistavat tukkualennusten sekä asuntojen arvonnousun tehokkaan kanavoinnin osinkoina sijoittajille. Tekemiemme arvioiden pohjalta yhtiön tavoitteleva 7-10 % osinkotuotto NAV:lle on pitkällä aikavälillä realistinen.
- Aloitamme Orava Asuntorahaston seurannan lisää-suosituksella. Yhtiön osakekurssi on noin 3 prosenttia alle osakekohtaisen nettovarallisuuden. Pidämme nykyistä arvostustasoa edullisena, sillä se tarjoaa arviomme mukaan lähivuosina noin 8-9 % osinkotuoton. Perustamme suosituksemme rahaston NAV:n erinomaiseen tuotto/riski -suhteeseen sekä hyvään likviditeettiin verrattuna muihin asuntosijoittamisen vaihtoehtoihin.



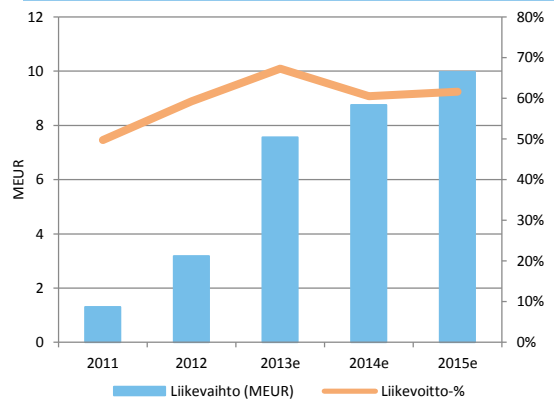
KESKEISET TUNNUSLUVUT

	Portfolio MEUR	Liikevaihto MEUR	Bruttovuokrat MEUR	Bruttovuokra -%	EBIT MEUR	EBIT -%	Nettotulos MEUR	ROE -%	Osinko MEUR	Osinkotuotto -%*
2012	32.0	3.2	1.9	8.0%	1.9	59.2%	1.4	10.2%	1.3	9.0%
2013e	56.6	7.6	3.2	7.5%	5.1	67.3%	4.2	9.9%	1.6	8.4%
2014e	69.1	8.8	5.1	7.3%	5.3	60.5%	4.2	10.1%	3.6	8.5%
2015e	78.2	10.0	5.5	7.0%	6.1	61.6%	4.2	10.1%	3.8	9.1%

*Osinkotuotto on laskettu suhteessa nettovarallisuuteen (NAV)

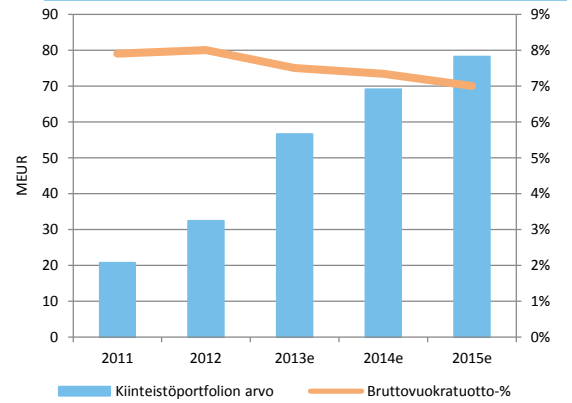
Suorituskyky

Liikevaihto ja liikevoitto



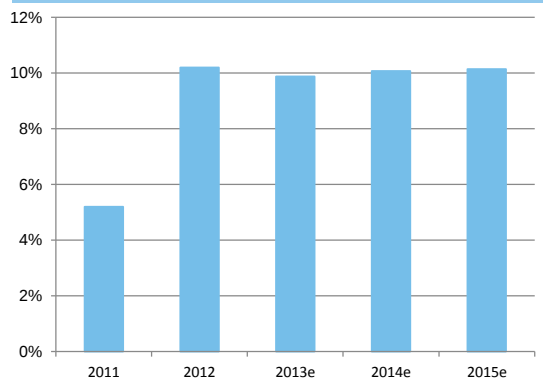
Lähde: Inderes

Kiinteistöportfolion arvo ja bruttovuokratuotto



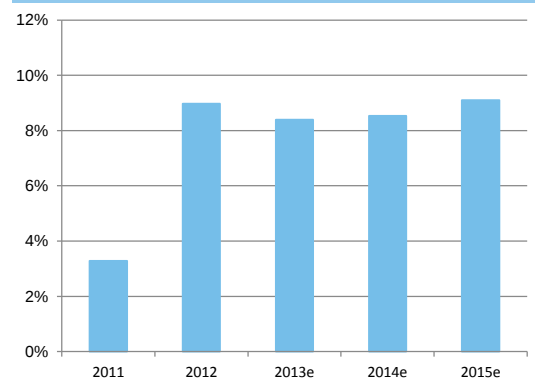
Lähde: Inderes

Oman pääoman tuotto-%



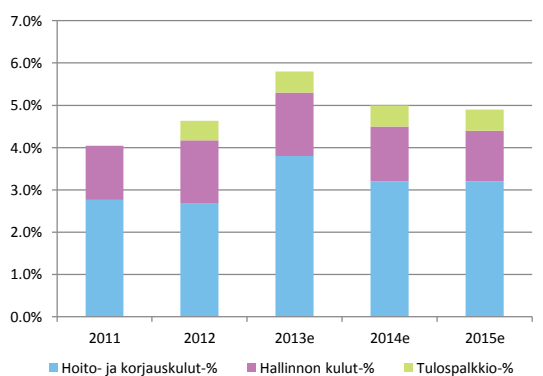
Lähde: Inderes

Osinkotuotto-% NAV:lle



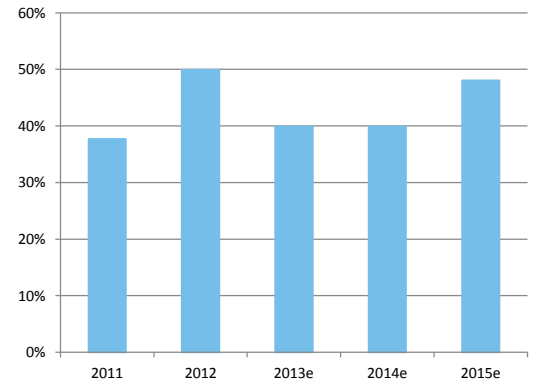
Lähde: Inderes

Kulurakenteen kehitys



Lähde: Inderes

Loan-To-Value-% (LTV-%)



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Sanasto	5
1. Yhteenveto.....	6
2. Yhtiökuvaus.....	8
3. Markkinakatsaus	11
3.1 Suomen kansantalous	11
3.2 Suomen asuntomarkkinat.....	12
3.3 Asuntomarkkinoiden kysyntä	13
3.4 Asuntomarkkinoiden tarjonta	14
3.5 Asuntomarkkinoiden hinnat ja vuokrat	15
3.6 Asuntosijoitus kiinteistösjoitukseksi	16
4. Oravan strategia ja liiketoiminta.....	17
4.1 Strategia.....	17
4.2 Liiketoimintamalli	19
5. Orava sijoituskohteena.....	23
5.1 Lainsäädännöllinen poikkeavuus.....	23
5.2 Vertailu muihin asuntosijoitusmuotoihin	24
5.3 Riskit.....	25
6. Ennuste ja arvonnääritys	26
6.1 Historiallinen kehitys.....	26
6.2 Ennusteet	26
6.3 Arvonnääritys	28
Liitteet	30
Liite 1: Tuloslaskelma ja tase	30
Liite 2: Rahaston huoneistosalkku	31
Liite 3: Kohteiden esittely	32
Liite 4: Kohdepaikkakunnat.....	35
Liite 5: Johtoryhmä.....	36
Liite 6: Omistusrakenne	36
Vastuuvapauslauseke.....	37

Sanasto

Hallinnointipalkkio	Hallinnointiyhtiölle maksettava palkkio hallinnointipalveluista.
Hallinnointiyhtiö	Orava Rahastot Oyj, joka vastaa Asuntorahaston toiminnan ja hallinnon järjestämisestä, hoitamisesta ja kehittämisestä.
Kiinteistörahasolaki	Lain soveltamisalana on toiminta, jossa yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin kiinteistösijoituksiin merkitsemällä julkisen osakeyhtiön osakkeita. Yhtiö sijoittaa yleisöltä hankkimansa varat pääasiallisesti kiinteistöihin ja harjoittaa yhtiöjärjestyksensä mukaan pääasiallisena liiketoimintanaan kiinteistörahasotoimintaa.
NAV, Net Asset Value	Asuntorahaston nettovarallisuus. Rahaston arvo eli nettovarallisuus lasketaan siten, että Rahaston varoista vähennetään Rahaston velat. Rahaston ja sen osakkeen arvo ilmoitetaan euroina. Osakkeen arvo saadaan jakamalla Rahaston arvo osakkeiden määrällä vähennettynä mahdollisilla yhtiön hallussa olevien omien osakkeiden määrällä.
Nettovuokra	Asunnon vuosivuokra – vuosittaiset hoitokulut.
Nettovuokratuotto	(Asuntojen vuosivuokra – vuosittaiset hoitokulut)/Asuntoihin sijoitettu pääoma.
Rahasto	Termeillä Rahasto, Asuntorahasto, Kiinteistörahaso, Asuinkiinteistörahaso ja REIT tarkoitetaan samaa asiaa.
Realisoitu arvonnousu	Varojen luovutushinnan ja hankintamenon erotus. Mikäli kiinteistörahaso on omistanut varat yli 5 vuotta ja luovutus on alle 10 % avaavan taseen arvosta, on realisoitu arvonnousu eli luovutusvoitto verovapaa veronhuojennuslain mukaisesti.
Realisoitumaton arvomuutos	Yhtiö arvostaa sijoitusomaisuutensa jatkuvasti käypään arvoonsa ja arvomuutos kirjataan vähintään neljännesvuosittain tuloslaskelmaan ja taseeseen. Realisoitumaton arvonnousu vaikuttaa siten tilikauden voittoon. Vasta omaisuuden luovutuksen myötä realisoituu mahdollisesti osingonjakokelpoista voittoa ja siitä aiheutuva osingonjakovelvoite.
REIT	Real Estate Investment Trust. Kansainvälisesti käytetty lyhenne osakeyhtiömuotoiselle, listatulle ja kiinteistöihin sijoittavalle rahastolle, joka on vapautettu tuloverosta tietyin edellytyksin.
Transaktiopalkkio	Orava Rahastot Oyj voi toimia asuntojen välittäjänä ja periä palvelustaan myyjältä transaktiopalkkion silloin, kun Asuntorahasto ostaa huoneistoja tai vastaanottaa Rahastoon apporttina sijoitettuja asuntoja.
Tukkualennus	Asuntomarkkinoihin kuuluvat niin sanotut tukkumarkkinat. Ostamalla kokonaisen asuntokiinteistön (esimerkiksi kokonaisen kerrostalon) ostaja saa noin 10-30 % alennuksen verrattuna yksittäisten asuntojen hintaan.
Verohuojennuslaki, REIT-laki	Laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden (REIT) veronhuojennuksesta (299/2009). Laki on annettu 24.4.2009 ja EU:n komission vaatiman muutoksen jälkeen tuli voimaan 17.11.2010. Lain edellytykset täyttävä osakeyhtiö on vapautettu velvollisuudesta suorittaa tuloveroa ja luovutusvoittoveroa.

1. Yhteenveto

Orava REIT tuo sijoittajille täysin uudenkaltaisen mahdollisuuden sijoittaa Suomen asuntomarkkinoille

Yhtiön keskeisiä etuja ovat verovapaus sekä neljä kertaa vuodessa maksettava korkea osinko

Yhtiön on jaettava vähintään 90 % tuloksestaan osinkoina (poislukien realisoimattomat arvonnousut)

Asuntojen tukkumarkkinoiden hyödyntäminen ja REIT-lainsäädäntö luovat edellytykset normaalia asuntosijoittamista korkeamman tuoton saavuttamisen

Tekemiemme arvioiden perusteella Oravan 7-10 % osinkotavoite NAV:lle on realistinen. Arvioimme yhtiön pääsevän noin 8-10 % tuottoon suhteessa NAV:lle asuntomarkkinoiden normaalina vuotena. Heikosta taloustilanteesta huolimatta pidämme asuntomarkkinoiden näkymiä tällä hetkellä vakaina

Orava Asuntorahasto on ensimmäinen suomalainen REIT-asuntorahasto, joka tuo sijoittajille täysin uudenkaltaisen mahdollisuuden sijoittaa Suomen asuntomarkkinoille. Tämän uuden rahastomuodon keskeisiä etuja sijoittajalle ovat pörssilistauksen tuoma likviditeetti, mahdollisuus päästä hyötymään asuntomarkkinan tukkualennuksista sekä korkea ja vakaa neljännesvuosittain maksettava osinko. Orava on REIT-asuntorahastona vapautettu tuloveron suorittamisesta sekä luovutusvoittoveron suorittamisesta tietyin edellytyksin.

Lainsäädännöllinen kehys mahdollistaa arvonnousun kanavoinnin osinkoihin

REIT-asuntorahastona Oravan ominaispiirteenä on uudenlainen lainsäädännöllinen kehys. Tämä mahdollistaa asuntojen arvonnousun sekä tukkualennusten hyödyntämisestä syntyvän arvonnousun tehokkaan kanavoinnin tasaiseksi kassavirraksi sijoittajille (osinkoina). Yhtiö hankkii useita asuntoja sisältäviä kokonaisuuksia, joita voi hankkia tyypillisesti 10-30 % tukkualennuksella yksittäisten asuntojen markkinahintaan nähden. Kun kohde on hankittu, yhtiön on säännösten mukaan kirjattava tukkualennusta vastaava arvonnousu tulokseen. Näin tukkualennusten hyödyntämisellä on välitön positiivinen vaikutus rahaston tulokseen ja nettovarallisuuteen (NAV). Nämä arvonneuotokset ovat luonnollisesti laskennallisia, mutta ne realisoituvat kassavirraksi sijoittajille sen ansiosta, että yhtiö myy jatkuvasti markkinahintaan yksittäisiä vuokratyövästä vapautuvia asuntoja (10 % portfolioista vuodessa). Yhtiön on jaettava 90 % tuloksestaan osinkoina (poislukien realisoimaton arvonneuotus), jotta verohuojennuksen edellytys täyttyy.

Selkeitä etuja muihin asuntosijoittamisen vaihtoehtoihin verrattuna

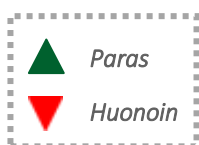
Muihin asuntosijoittamisen vaihtoehtoihin verrattuna Orava tarjoaa monia etuja. Ensiksi, rahasto pääsee lähtökohtaisesti tavallista asuntosijoittamista korkeampaan tuottoon tukkualennusten ansiosta. Avoimiin kiinteistö-rahastoihin nähden sijoittajan tuotto on parempi alempien kulujen ansiosta. Oravan hallintokulu on noin 1 % varallisuudesta ja sijoittajalle koituisi suoria kuluja vain pörssikaupankäynnistä. Toiseksi, Orava tarjoaa hyvän hajautuksen Suomen asuntomarkkinoille ja kohdekohtainen riski on matala. Lisäksi rahastolla ei ole asuntojen pakkorealisoitien riskiä sijoittajien irtautuessa, sillä osuuksien kaupankäynti tapahtuisi pörssissä. Kolmanneksi, sijoituksen likviditeetti on pörssikaupankäynnin ansiosta hyvä. Viimeisenä, alhaisen minimisijoituksen ansiosta rahasto olisi myös piensijoittajien ulottuvissa.

Rahaston 7-10 % osinkotavoite arviomme mukaan realistinen

Oravan tavoitteena on jakaa 7-10 % vuotuinen osinkotuotto NAV:lle. Tekemiemme arvioiden perusteella tuottotavoite on realistinen. Arvioimme yhtiön pääsevän noin 8-10 % tuottoon NAV:lle asuntomarkkinan normaalina vuotena. Velkavivun myötä asuntomarkkinan hintakehitys kuitenkin vaikuttaa oleellisesti tuottoon. Heikosta taloustilanteesta huolimatta pidämme asuntomarkkinan näkymiä vakaana: asuntojen vuokrat suhteissa hintoihin ovat pitkän aikavälin keskiarvon tuntumassa ja alhaisena pysyttelevä korkotaso tukee hintakehitystä. Hintakuplan riskiä ei näkemyksemme mukaan ole, mutta nykyinen taloustilanne ei toisaalta tarjoa vielä selkeitä positiivisia ajureitakaan.

Vertailu: Orava REIT, avoin kiinteistörahasto ja sijoitusasunto

	Orava REIT		Avoin kiinteistörahasto		Sijoitusasunto
Tuotto	Asuntojen tukkualennuksen hyödyntämisen ansiosta korkein tuotto	▲	Korkeat rahaston kulut ja toimintaan vaadittava kassareservi syövät tuoton	▼	Riippuu yksittäisestä kohteesta
Riski	Hyvä maantieteellinen ja kiinteistökohtainen hajautus	▲	Rahastolla asuntojen myyntipakko jos sijoittajat myyvät osuutensa		Suuri kohdekohtainen riski
Kassavirta	Tasainen ja korkea osinko neljä kertaa vuodessa	▲	Tuloutus omistajille usein sijoitusajan päätyttyä		Kassavirta usein aluksi negatiivinen
Minimisijoitus	Pieni (1 pörssiosake)	▲	Usein tuhansia tai jopa kymmeniä tuhansia euroja		Suuri (koko asunto), usein piensijoittajan ulottumattomissa



Lähde: Inderes

Osakeannissa kerätyt varat on tarkoitus käyttää uusiin laajentumishankkeisiin sekä lainaportfolion optimointiin

Yhtiö keräsi 4.10. päättyneessä onnistuneessa listautumisannissa n. 27 miljoonaa euroa ennen kulujen ja palkkioiden vähentämistä. Listautumisannissa kerätyt varat on tarkoitus käyttää laajentumishankkeisiin sekä lainaportfolion optimointiin. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa kiinteistöportfolion arvo keskipitkällä aikavälillä 300–500 miljoonaan euroon. Uskomme yhtiön järjestävän lähivuosina useita osakeanteja, sillä REIT-rahastoille ominaiseen tapaan kasvu on rahoitettava ulkoa haettavalla pääomalla.

Pidämme nykyisen tuotto/riski näkymän valossa osakkeen lievää preemiohinnoittelua suhteessa nettovarallisuuteen oikeutettuna

Oravan osakekurssi päättyi kaupankäynnin aloituspäivänä täsmälleen listautumisannin merkintähintaan 10,30 euroon. Osakekurssi on nyt noin 3 prosenttia alle osinkokorjatun osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV). Osake on mielestämme tällä tasolla edullinen, sillä se tarjoaa varovaisen arviomme mukaan lähivuosille noin 8-9 prosentin osinkotuoton suhteellisen alhaisella riskitasolla. Pidämme nykyisen tuotto/riski näkymän valossa osakkeen lievää preemiohinnoittelua suhteessa nettovarallisuuteen oikeutettuna. Yhtiön lyhyt historia antaa kuitenkin sijoittajille vielä heikosti tukea arvioida rahaston pitkällä aikavälillä kestävää tuottotasoa. Siten odotamme, että osakkeen hinnoittelu suhteessa nettovarallisuuteen tulee saamaan tulevaisuudessa tukea, mikäli yhtiö osoittaa pääsevänsä sen tavoitteiden mukaisiin tuottotasoihin.

2. Yhtiökuvaus

Orava Asuntorahasto on Suomen ensimmäinen REIT

Orava Asuntorahasto on vuonna 2010 perustettu ensimmäinen suomalainen tuloverosta vapautettu REIT-asuntorahasto. Yhtiö sijoittaa pääasiassa hyvää vuokratuottoa tarjoaviin vuokra-asuntoihin suurissa ja keskisuurissa suomalaisissa kaupungeissa. Oravan tuotot muodostuvat sijoitusasuntojen vuokratuotoista ja arvonnoususta. Toimintamallissa yhtiö hankkii useita asuntoja kerralla hyödyntäen asuntomarkkinan tukkualennusta, jonka jälkeen asunnot laitetaan vuokralle ja lopulta ne myydään markkinahintaan.

Oravan kiinteistöportfolion käypä arvo oli heinäkuussa 2013 noin 44 MEUR. Yhtiö omisti noin 500 asuntoa yhteensä 13 eri kaupungista

Oravan kiinteistöjen käypä arvo oli heinäkuussa 2013 noin 44 miljoonaa euroa. Yhtiö omisti noin 500 asuinkiinteistöä 17 eri asunto-osakeyhtiötä yhteensä 13 eri kaupungissa. Merkittävin osa kiinteistöistä sijaitsee pääkaupunkiseudulla. Vuonna 2012 Oravan bruttovuokratuotto oli 8,0 % ja oman pääoman tuotto 10,2 %.

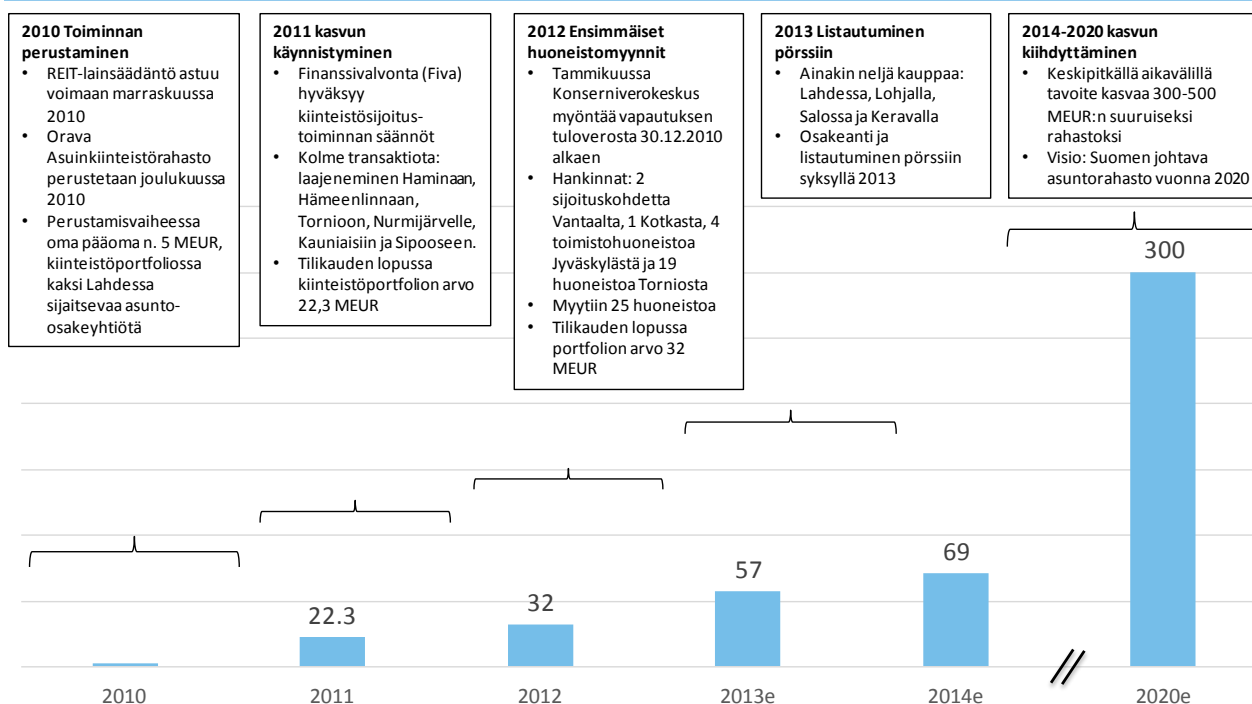
Hallinnointiyhtiö vastaa Asuntorahaston toiminnan järjestämisestä

Oravan organisaatio on jaettu varsinaiseen REIT-asuntorahastoon (Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj) ja erilliseen hallinnointiyhtiöön (Orava Rahastot Oyj). Hallinnointiyhtiö vastaa rahaston toiminnan ja hallinnon järjestämisestä, hoitamisesta ja kehittämisestä. Asuntomanageeraus on ulkoistettu ulkopuoliselle palveluntuottajalle Newsec Asset Management Oy:lle.

Kiinteä hallinnointipalkkio on 0,6 % vuodessa

Korvauksena hallinnointipalveluista Asuntorahasto maksaa Hallinnointiyhtiölle hallinnointipalkkiota. Hallinnointipalkkio koostuu kiinteästä ja tulossidonnaisesta osasta. Kiinteä hallinnointipalkkio on 0,6 % vuodessa yhtiön varojen käyvästä arvosta. Tulossidonnainen palkkio on 20 % asuntorahaston vuotuisesta kuuden prosentin aitakoron ylittävästä tuotosta.

Oravan historia ja tärkeimmät virstanpylväät



Lähde: Inderes

Verovapaus

Oravan toiminta on vapautettu tuloverosta

Orava hyödyntää toiminnassaan niin sanottua REIT-lainsäädäntöä, minkä johdosta se on tietyin edellytyksin kokonaan vapautettu tuloveron suorittamisesta. Lainsäädännön puitteissa yhtiö saa sijoittaa pääsääntöisesti ainoastaan asuntoihin ja sen pitää maksaa vähintään 90 % tuloksestaan osinkoina, poislukien realisoimattomat arvonnousut. Verovapauden edellyttämät rajoitukset yhtiön toiminnalle on esitetty tarkemmin osiossa 5.

Missio ja Visio

Visio

Oravan visiona on olla Suomen johtava asuntorahasto vuonna 2020. Tähän sisältyy paras tuotto, tyytyväisimmät asukkaat ja suurin markkina-arvo.

Missio

Oravan missiona on lisätä vuokra-asuntojen määrää kanavoimalla pääomaa asuntoinvestointeihin. Yhtiö on luotettava yhteistyökumppani sekä omistajille että asiakkaille ja yhtiö kohtelee kaikkia oikeudenmukaisesti ja tasavertaisesti.

Yhtiön ja hallinnointiyhtiön johto

Hallitukseen kuuluu kuusi (6) jäsentä

Yhtiön hallitukseen kuuluu lopussa Jouni Torasvirta (puheenjohtaja), Tapani Rautiainen, Veli Matti Salmenkylä, Timo Valjakka, Mikko Larvala ja Peter Ahlström. Yhtiön toimitusjohtajana toimii Veli Matti Salmenkylä. Yhtiön pääomistajia ovat Valjakka ja Rautiainen, jotka ovat tehneet yhtiöön apporttisijoituksia.

Hallinnointiyhtiön palveluksessa on kolme (3) työntekijää

Hallinnointiyhtiön palveluksessa on kolme henkilöä. Toimitusjohtajana toimii Jouni Torasvirta ja talous- ja hallintojohtajana Veli Matti Salmenkylä. Hallinnointiyhtiön pääanalyytikko on Mikael Postila. Johtoryhmän jäsenet ovat esitelty tarkemmin liitteessä 5.

Voitonjakopolitiikka

Tavoitteena on 7-10 % osinkotuotto ja osinkoa jaetaan neljä kertaa vuodessa

Oravan tavoitteena on jakaa neljännesvuosittain 7-10 % vuotuinen osinkotuotto suhteessa nettovarallisuuteen (NAV). Osingon ansiosta rahasto jäljittelee paremmin normaalia asuntosijoittamista. Verohuojennuslain mukaan Oravan on jaettava vähintään 90 % voitoistaan osinkoina, pois lukien realisoitumattomat arvonnousut.

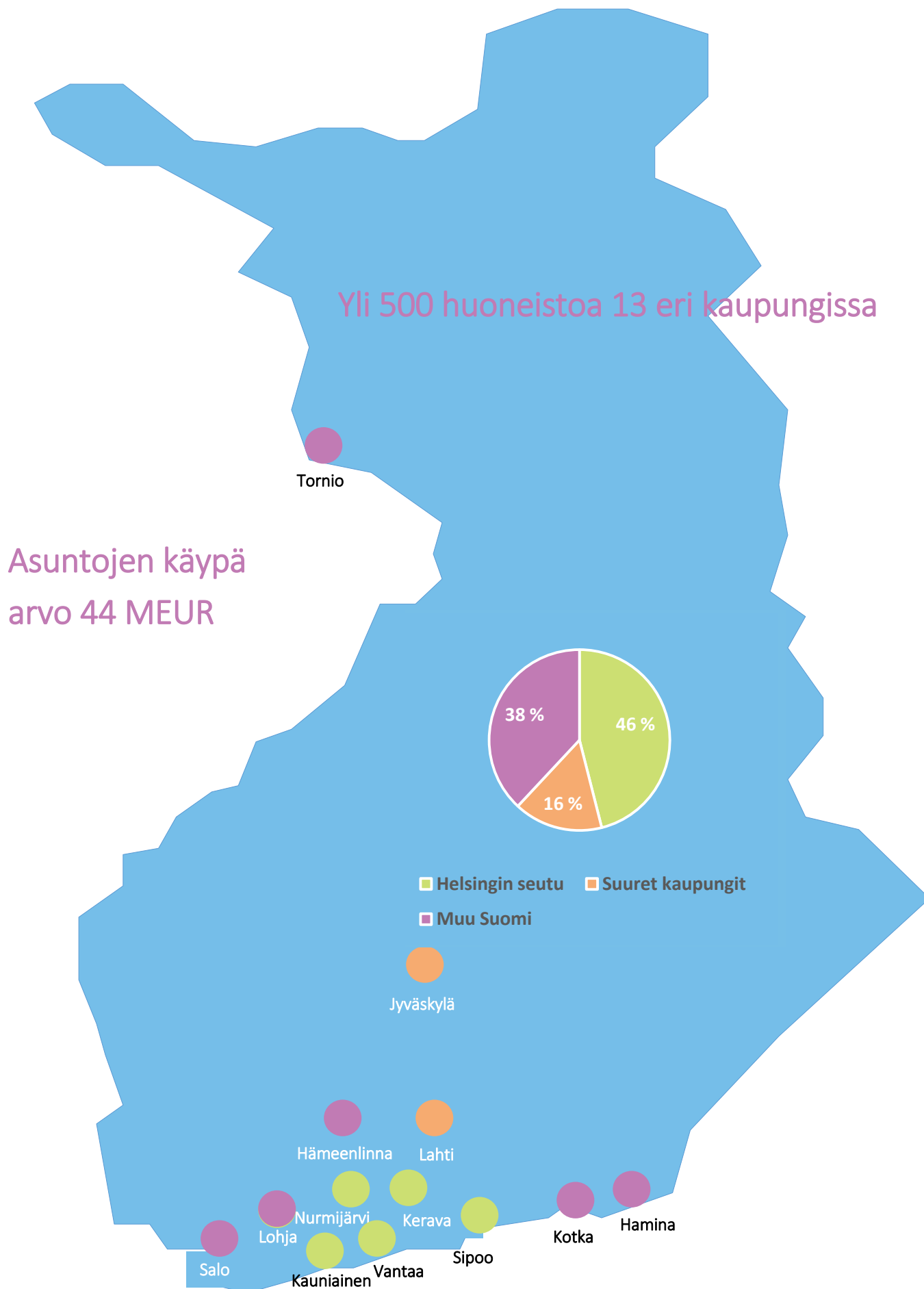
Osakeannissa kerättävien varojen käyttötarkoitus

Osakeannilla tavoitellaan uutta pääomaa kasvun rahoittamiseen ja lainaportfolion optimointiin

Orava osakeannissa keräämä uusi pääoma on tarkoitus käyttää kasvuhankkeiden rahoittamiseen, olemassa olevien lainojen lyhentämiseen ja lainaportfolion korkotason optimointiin.

Uudet investointihankkeet vaativat pääomaa

Yhtiöllä on suunnitteilla useita investointihankkeita. Näistä yksi merkittävin on 25–30 miljoonan uudisrakentamishanke Helsingissä, jonka esiselvitys on jo käynnistetty. Varsinaista investointipäätöstä ei kuitenkaan vielä ole tehty.



3. Markkinakatsaus

Arviomme mukaan asuntosijoittamisen näkymät ovat heikosta toimintaympäristöstä huolimatta suhteellisen vakaat

Asunto on ollut kaikista kiinteistösijoituksista parhaiten tuottava sijoitusmuoto viimeisen 10 vuoden ajanjaksolla. Arviomme mukaan asuntosijoittamisen näkymät ovat heikosta toimintaympäristöstä huolimatta tällä hetkellä suhteellisen vakaat. Etenkin historiallisen alhainen korkotaso tukee kotitalouksien asunnonostoaikeita ja kompensoi heikon taloustilanteen aiheuttamaa kulutuksen heikkoutta. Näkemyksemme mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole poikkeuksellisen korkeita suhteessa keskimääräiseen vuokratasoon ja kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin. Myös hiipuva asuntojen tarjonta tukee osaltaan asuntojen maltillista hintanousua. Yleistaloudellisten näkymien epävarmuus kuitenkin varjostaa edelleen asuntosijoittamista.

3.1 Suomen kansantalous

Suomen talousnäkymät ovat viime aikoina heikentyneet

Suomen talousnäkymät ovat viime aikoina heikentyneet euroalueen taantumien myötä. Valtiovarainministeriön viimeisimmän arvion mukaan kokonaistuotanto laskee kuluvana vuonna 0,4 %. Kuitenkin käänne loivaan kasvuun tapahtuu ennusteen mukaan vuoden toisella puoliskolla. Vuoden 2014 kasvuksi ministeriö ennustaa 1,2 % ja vuoden 2015 kasvu nousee noin kahteen prosenttiin.

Yksityisen kulutuksen kasvun ennustetaan hiipuvan, mutta kulutuksen odotetaan edelleen kasvavan vuosina 2013-2015

Asuntomarkkinoihin keskeisesti vaikuttava yksityisen kulutuksen kasvu hidastuu VM:n ennusteissa tänä vuonna 0,3 prosenttiin heikon työllisyystilanteen ja verotusta kiristävien toimenpiteiden myötä. Ensi vuonna kuluttajien odotusten oletetaan kohenevan mikä näkyy kulutuksen kasvun nopeutumisenä 0,8 prosenttiin ja 1,4 prosenttiin vuonna 2015. Kotitalouksien käytettävissä olevien reaalityulojen oletetaan kuitenkin säilyvän viime vuoden tasolla vuosina 2013-2014.

Euroopan keskuspankki ennustaa korkotason pysyvän nykyisellä tai nykyistä alhaisemmalla tasolla pidennetyllä ajanjaksolla. Alhaiset korot tukevat yksityistä kysyntää ja kompensoivat heikon taloustilanteen aiheuttamaa kulutuksen laskua

Euroopan keskuspankki päätti toukokuun kokouksessaan laskea ohjaukskorkonsa historiallisen alhaiselle tasolle 0,5 prosenttiin. Heinäkuun kokouksessa keskuspankin neuvosto halusi lisätä viestintänsä läpinäkyvyyttä ennustamalla myös tulevaisuuden korkotasoa. Tuoreen näkemyksensä mukaan keskuspankki ennustaa korkojen pysyvän nykyisellä tai nykyistä alhaisemmalla tasolla pidennetyllä ajanjaksolla. Alhaisena pysyvä korkotaso tukee yksityistä kysyntää ja keskuspankin näkemys matalan korkotason jatkumisesta antaa kotitalouksille lisää näkyvyyttä tulevaisuuteen ja näin ollen varmuutta ostopäätöksiensä tekemiseen. Tämä kompensoi yksityisen kulutuksen laskua etenkin kestohyödykkeiden, kuten asuntojen, osalta.

3.2 Suomen asuntomarkkinat

Suomen asuntomarkkinoiden erityispiirteitä ovat muun muassa omistusasumisen tukeminen, kotitalouksien asuntolainojen sitominen vaihtuviin korkoihin ja asuntokuntien pienentyminen yhden tai kahden hengen talouksiin.

Omistusasuminen on Suomessa suosittua. Verovähennysoikeuden rajoittaminen saattaa kuitenkin tulevaisuudessa vähentää omistusasumisen houkuttelevuutta

Suomessa oli vuoden 2012 lopussa 2,87 miljoonaa asuntoa ja 2,58 miljoonaa asuntokuntaa. Omistusasuminen on ollut Suomessa perinteisesti suosittua. Omistusasuntojen suhteellinen osuus asuntokannasta oli vuonna 2012 noin 66 % ja vuokra-asuntojen osuus noin kolmannes. Valtio on tukenut omistusasumista muun muassa asuntolainojen korkojen verovähennysoikeudella ja ensiasunnon ostajan varainsiirtoveron helpotuksilla. Valtio on kuitenkin viime vuosina rajoittanut asuntolainojen korkojen verovähennysoikeutta asteittain, mikä saattaa tulevaisuudessa vähentää omistusasumisen houkuttelevuutta.

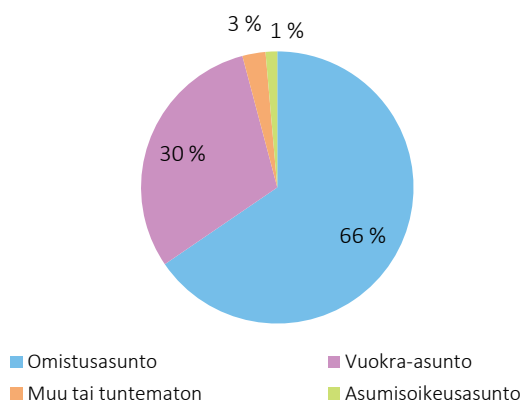
Markkinakorkojen muutoksilla on suuri vaikutus kotitalouksien lainanhoitokuluihin

Suomen asuntolainamarkkinoiden erityispiirre on kotitalouksien lainojen sitominen vaihtuviin korkoihin. Finanssialan keskusliiton mukaan uusista asuntolainoista noin 90 prosenttia sidotaan vaihtuvakorkoihin lainoihin. Euroalueella vastaava lukema on 43 %. Vaihtuvien korkojen suosio tarkoittaa sitä, että markkinakorkojen muutoksilla on oleellinen vaikutus kotitalouksien lainanhoitokuluihin ja sitä kautta asuntomarkkinoiden kysyntään.

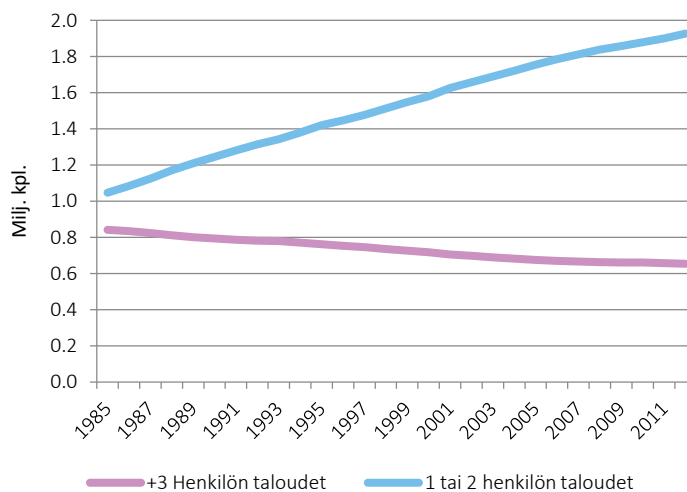
Pienperheiden ja yksin asuvien määrä on lisääntynyt voimakkaasti Suomessa

Yhtenä merkittävänä trendinä suomalaisessa asumisessa on asuntokuntien pienentyminen yhden tai kahden hengen talouksiin. Viime vuonna noin 75 % asuntokunnista oli pieniä yhden tai kahden hengen talouksia, kun vuonna 1985 vastaava luku oli vain 55 %. Pienperheiden ja yksin asuvien määrä on lisääntynyt voimakkaasti ja tämän trendin uskotaan jatkuvan myös tulevaisuudessa. Kehityksen pitäisi osaltaan tukea pienten asuntojen kysyntää pitkällä aikavälillä. Orava pyrkii strategiassaan osaltaan hyötymään tästä trendistä, sillä yhtiön sijoitusstrategian ensisijaisena kohteena ovat pienet asunnot.

Asuntokunnat Suomessa 31.12.2011



Asuntokuntien kehitys 1985-2012



Lähde: Tilastokeskus

3.3 Asuntomarkkinoiden kysyntä

Asuntomarkkinoiden kysyntä on kokonaisuudessaan hiipunut vuoden toisella neljänneksellä. Uskomme kysynnän kehittyvän heikosti, mutta säilyvän positiivisena lyhyellä aikavälillä

Kotitalouksien asuntolainojen korot ovat ennätysalhaalla. Lainojen kasvuvauhti vaikuttaa kuitenkin hiipuvan

Kuluttajien luottamus on edelleen positiivinen ja kotitalouksien asunnonostoaikeet ovat säilyneet suhteellisen vakaana

Käytettyjen asuntojen markkinointiaika on noussut selvästi vuodentakaisesta

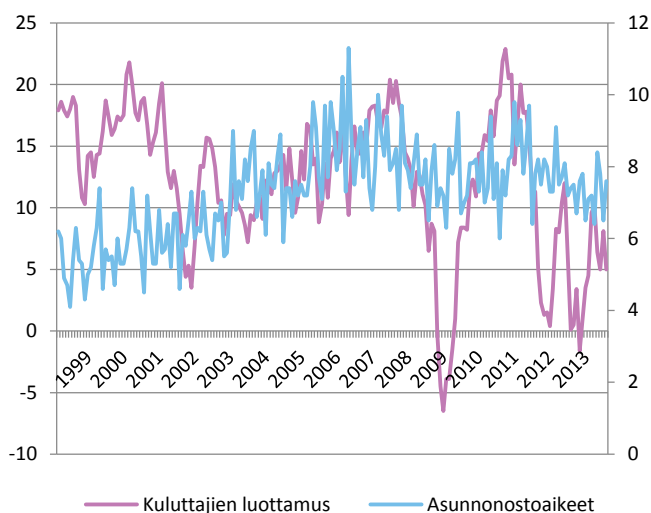
Suomen asuntomarkkinoiden kysyntä on kokonaisuutena arvioiden hiipunut vuoden 2013 toisella neljänneksellä ja asuntomarkkinoiden kysyntä tulee todennäköisesti kehittymään vaatimattomasti lähitulevaisuudessa. Kysynnän romahtaminen ei kuitenkaan ole mielestämme todennäköisestä ja uskomme kysynnän säilyvän vakaana lyhyellä aikavälillä. Kotitalouksien asunnonostoaikeet ovat edelleen suhteellisen vakaat ja poikkeuksellisen alhainen korkotaso tukee osaltaan asunnonostoaikeita.

Poikkeuksellisen alhaiset markkinakorot ovat laskeneet kotitalouksien asuntolainojen keskikorkoa vuoden 2012 kesäkuun 2,11 prosentista vuoden 2013 kesäkuun 1,46 prosenttiin. Samalla ajanjaksolla kotitalouksien asuntolainakanta on noussut 84,2 miljardista eurosta 87,4 miljardiin euroon, mikä tarkoittaa noin 3,8 prosentin vuosikasvua. Lainojen kasvuvauhti vaikuttaa kuitenkin hiipuvan. Uusia asuntolainoja nostettiin vuoden 2013 toisella neljänneksellä 4,2 miljardilla eurolla, mikä on noin 24 prosenttia vähemmän kuin vuotta aiemmin.

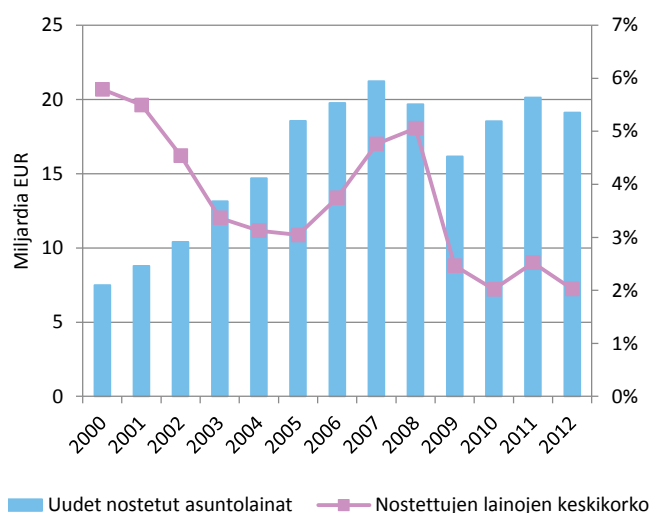
Asuntojen kysyntään vaikuttaa korkotason lisäksi merkittävässä määrin kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen määrä sekä kuluttajien yleinen luottamus talouteen. Kuluttajien luottamus on vahvistunut lokakuun 2012 pohjasta, mutta oli heinäkuussa 2013 vielä keskiarvon alapuolella. Kotitalouksien asunnonostoaikeet ovatkin säilyneet suhteellisen vakaana viimeisen 12 kuukauden aikana heikentyneestä taloustilanteesta huolimatta.

Käytettyjen asuntojen markkinointiaika koko maassa on noussut vuoden 2013 huhtikuun 87 päivästä heinäkuussa 95 päivään. Vuosi sitten heinäkuussa lukema oli 69 päivää. Noususta huolimatta markkinointiaika on vain hieman kolmen vuoden keskiarvon 84 päivän yläpuolella.

Kotitalouksien asunnonostoaikeet ja kuluttajien luottamus 1998-2013



Uudet nostetut asuntolainat ja nostettujen asuntolainojen keskikorko



Lähde: Suomen Pankki ja Tilastokeskus

3.4 Asuntomarkkinoiden tarjonta

Heikentyvän tarjonnan pitäisi osaltaan tukea maltillista hintakehitystä

Asuntomarkkinoiden tarjonnan supistuminen on jatkunut yhtäjaksoisesti jo kaksi vuotta. Talousnäkömien epävarmuuden lisääntyessä tarjonnan supistuminen tulee todennäköisesti jatkumaan lyhyellä aikavälillä.

Heikentyvän tarjonnan pitäisi osaltaan tukea asuntojen hintakehitystä keskipitkällä aikavälillä.

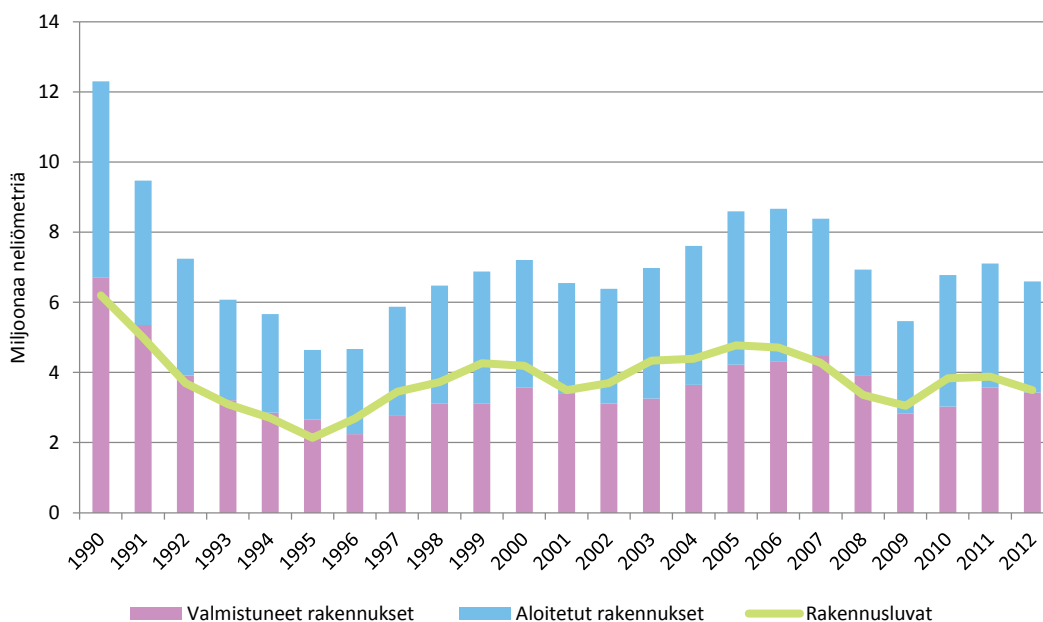
Tarjonta reagoi suhteellisen hitaasti kysynnän muutoksiin

Asuntojen tarjontapuoleen vaikuttavat pääsääntöisesti asuntojen hinnat ja yleinen taloustilanne. Tarjonta reagoi suhteellisen hitaasti kysynnän muutoksiin, koska tyypillisen rakennushankkeen läpivieminen suunnittelupöydältä muuttovalmiiksi voi kestää parikin vuotta. Esimerkiksi 90-luvun laman asuntohintojen pudotuksen yhteydessä rakennettiin aloitetut projektit pääsääntöisesti loppuun, mikä kasvatti tarjontaa, voimisti edelleen hintojen laskua ja pitkitti markkinan elpymistä.

Asuntomarkkinoiden tarjonta vaikuttaa heikentyneen edelleen vuoden 2013 ensimmäisen puoliskon aikana

Asuntomarkkinoiden tarjonta vaikuttaa heikentyneen edelleen vuoden 2013 ensimmäisen puoliskon aikana ja lähitulevaisuuden näkymät ovat arviomme mukaan vaatimattomat. Vuoden 2013 viiden ensimmäisen kuukauden aikana kerrostaloasuntojen neliömääräiset rakennusluvut laskivat 9,2 % vuodentakaisesta. Kaikkien asuinrakennusten rakennusluvut vähenivät puolestaan 18,6 %. Asuntoja myös valmistui selvästi vähemmän vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana verrattuna vuoden 2012 vastaavaan ajanjaksoon.

Asuntojen rakentaminen Suomessa 1990-2012



Lähde: Tilastokeskus

3.5 Asuntomarkkinoiden hinnat ja vuokrat

Arviomme mukaan nykyisten talousennusteiden toteutuessa on realistista odottaa asuntojen maltillisen hintanousun jatkuvan lyhyellä aikavälillä

Näkemyksemme mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole poikkeuksellisen korkeita suhteessa keskimääräiseen vuokratasoon ja kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin. Asuntojen hinnat nousivat tammi-kesäkuussa 2,1 % vuodentakaisesta. Nykyisten talousennusteiden toteutuessa on mielestämme realistista odottaa maltillisen hintanousun jatkuvan edelleen lyhyellä aikavälillä.

Asuntojen nimelliset hinnat ovat nousseet keskimäärin 4,2 % vuosivauhdilla koko Suomessa

Asuntojen nimelliset neliöhinnat ovat Suomessa nousseet vuodesta 1983 vuoteen 2012 keskimäärin 4,2 % vuosivauhdilla. Vuokrien nousu on keskimäärin ollut 5,2% vuodessa. Inflaatio huomioiva reaalihintojen nousu on kuitenkin ollut selvästi tätä maltillisempaa.

Asuntojen keskimääräiset neliöhinnat nousivat keskimäärin 2,1 % vuoden 2013 toisella neljänneksellä

Vuoden 2013 toisella neljänneksellä vapaarahoitteisten asuntojen vuokrat nousivat 3,8 % vuodentakaisesta. Asuntojen hintojen nousu oli maltillisempaa. Hinnat nousivat vuoden 2013 tammi-kesäkuussa koko Suomen tasolla 2,1 % vuodentakaisesta.

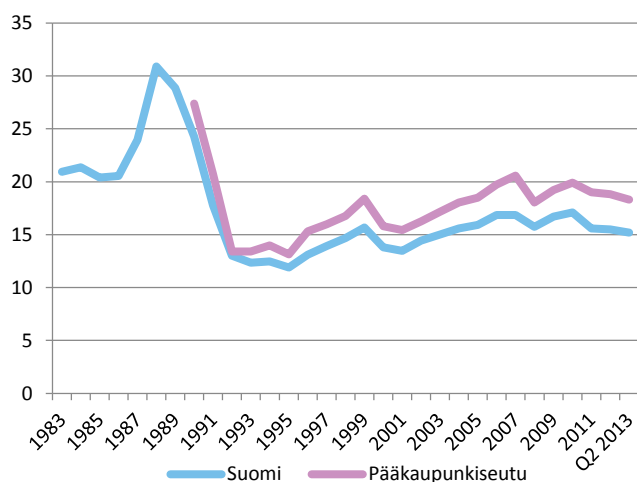
Asuntojen hinta/vuokra -suhde on Suomessa pitkän aikavälin keskiarvon tuntumassa

Asuntojen arvostuksen mittarina käytetään tyypillisesti asuntojen hinnan ja vuotuisten vuokrien välistä suhdetta. Tunnusluku vastaa karkeasti ottaen osakemarkkinoilla yleisesti käytettävää P/E-lukua. Vuoden 2013 toisen neljänneksen koko Suomen aineistosta laskettu asuntojen hintojen ja vuosivuokrien suhde oli 15,2. Pääkaupunkiseudun vastaava lukema oli 18,3. Lukemat ovat maltillisia, sillä koko Suomen 40-vuoden keskiarvo on 16,6. 1980-luvun asuntokuplan aikana suhde nousi yli 30. Yli 25:n arvoja pidetään merkinä markkinan ylikuumenemisesta.

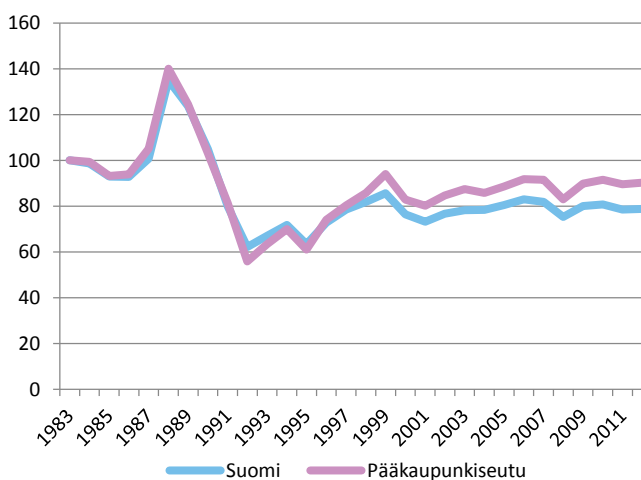
Asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole nousseet merkittävästi kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin nähden

Asuntojen hintojen suhde kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin on myös pysynyt suhteellisen vakaana viimeisen 10 vuoden aikana. Asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole nousseet merkittävästi kotitalouksien keskimääräisiä käytettävissä olevia tuloja nopeammin viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana.

Asuntojen nimelliset hinnat suhteessa vuotuisiin vuokriin 1983-2013

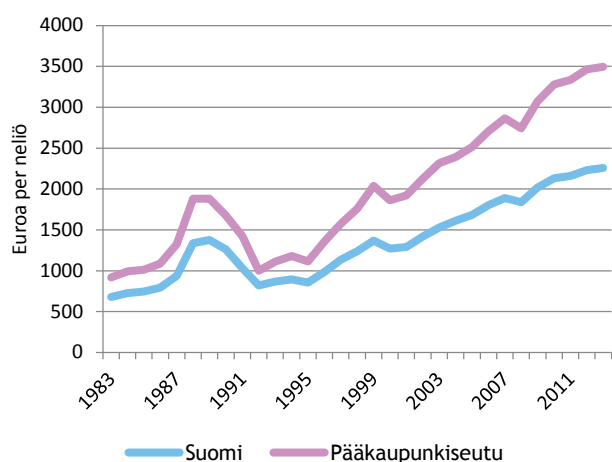


Asuntojen hinnat suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin, 1983 = 100

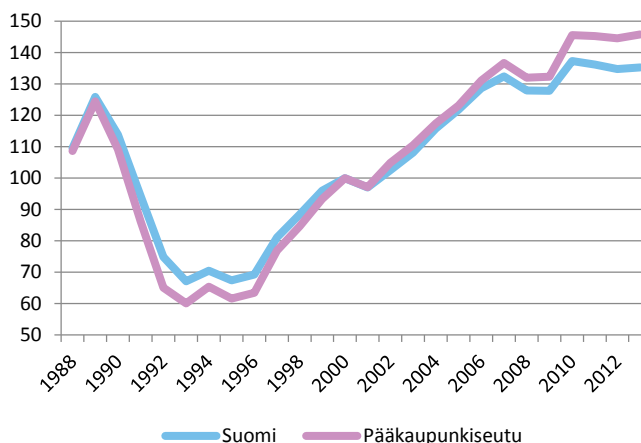


Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen nimelliset hinnat Suomessa ja
Pääkaupunkiseudulla 1983-2012



Asuntojen reaaliset hinnat Suomessa ja
Pääkaupunkiseudulla 1988-2012, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

3.6 Asuntosijoitus kiinteistösijoituksena

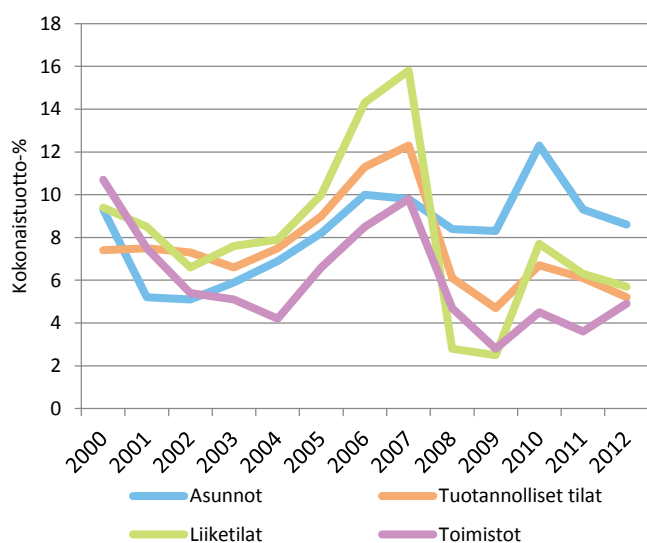
Asuntosijoitukset ovat Suomessa
olleet kaikkein tuottoisin
kiinteistösijoitusmuoto viimeisen 10
vuoden ajanjaksolla

Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet kaikista kiinteistösijoituksista parhaiten viimeisen kymmenen ja viiden vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,7 %. Kokonaistuotto muodostuu kiinteistön markkina-arvon arvonmuutoksesta sekä nettovuokratuotosta. Kokonaistuottoa on tukenut ennen kaikkea asuntojen positiivinen arvonmuutos, mikä on KTI:n mukaan ollut koko Suomessa keskimäärin 4,3 % vuosittain viimeisen kolmen vuoden aikana. Pitkän aikavälin nettovuokratuottoprosentti on puolestaan ollut keskimäärin 5,6 % vuodessa.

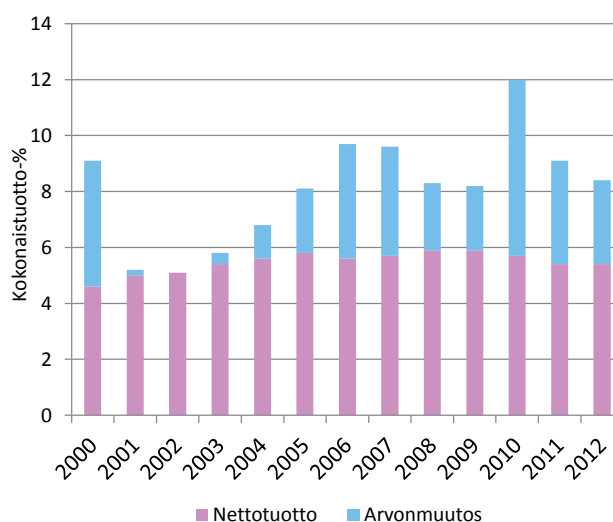
Asuntosijoitusten tuotto on ollut
muita kiinteistöttyyppejä
riskittömämpi

Asuntosijoitusten tuotto on myös tapahtunut alemmalla riskitasolla kuin muiden kiinteistösijoitusten. Tuoton vuotuinen volatiliiteetti oli KTI:n tilastojen mukaan vuosina 2000-2012 vain 2,1 %, kun esimerkiksi toimistokiinteistöillä vastaava oli 3,8 %.

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto Suomessa 2000-2012



Asuntosijoitusten kokonaistuotto Suomessa 2000-2012



Lähde: KTI

4. Oravan strategia ja liiketoiminta

4.1 Strategia

Oravan tavoitetuotto omalle pääomalle on 10 % p.a.

Orava Asuntorahaston sijoituskohteena olevat asunnot hankitaan pääasiassa suurista ja keskisuurista suomalaisista kaupungeista, joissa on saavutettavissa hyvä vuokratuotto. Sijoitukset hajautetaan sijainti, asuntojen koko ja vuokralaisriski huomioiden. Rahaston ensisijaisena sijoituskohteena ovat yksiöt ja kaksiot, jotka pyritään hankkimaan 10-30 % tukkualennuksella ostamalla kerralla kokonaisia kohteita. Yhtiön tavoitetuotto omalle pääomalle on 10 % vuodessa.

Sijoitusstrategia koostuu kolmesta osasta

Rahaston sijoitusstrategia koostuu kolmesta pääkomponentista: a) sijoituskohteiden hankinta ja myynti, b) kohdestrategia ja c) rahoitusstrategia.

Yhtiö pyrkii hyödyntämään asuntomarkkinoiden 10-30 % tukkualennusta

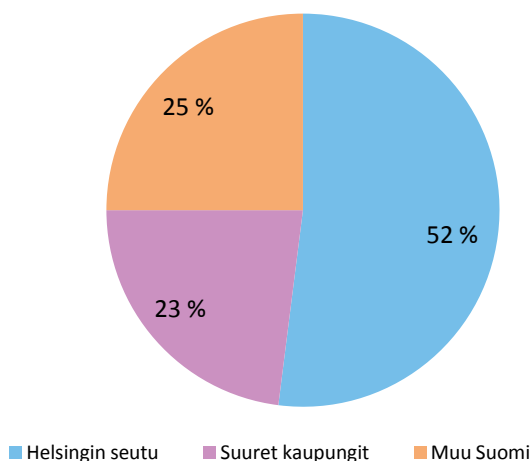
Yhtiö pyrkii hyödyntämään asuntomarkkinoilla usein saavutettavissa olevaa 10-30 % tukkualennusta hankkimalla salkkuunsa pääsääntöisesti kokonaisia kohteita joko ostamalla tai rakennuttamalla niitä. Vuokrauskäytöstä vapautuneita yksittäisiä huoneistoja myydään vuosittain uusien hankintojen rahoittamiseksi.

Oravan sijoitussalkku koostuu kolmesta osasta: Helsingin seutu, suurten kaupunkien, ja muun Suomen salkusta

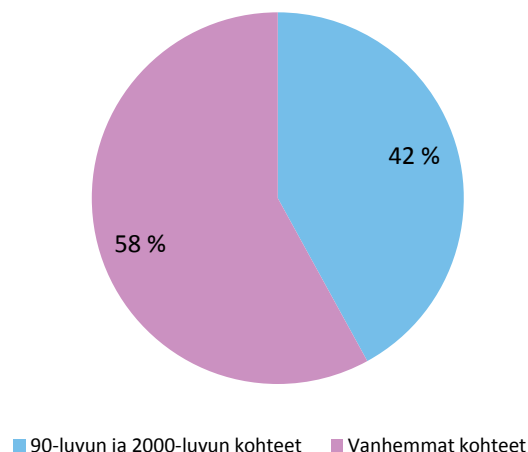
Kohdestrategia

Kohdestrategiassa keskitytään makro- ja mikrosijaintiin sekä huoneiston ja kiinteistön ominaisuuksiin. Oravan ensisijaiset makrosijaintikriteerit ovat väestön määrä (vuokra- ja jälleenmyyntimarkkinoiden likviditeetti) ja väestönkasvu (markkina-arvon kehittyminen) alueella. Sijoitussalkun maantieteellinen kohdestrategia koostuu kolmesta osasta: pääkaupunkiseutu ja kehyskunnat, suuret kaupungit sekä muu Suomi (vähintään noin 20 000 asukkaan kaupungit).

Orava Asuntorahaston tavoiteportfolio



Tavoiteportfolion ikäjakauma



Lähde: Orava Asuntorahasto

Yhtiön kiinteistöportfolion maantieteellinen tavoitejakauma on Suomen markkinaportfolioin mukainen

Yhtiö tavoittelee kiinteistösalkussaan Suomen markkinaportfolioin mukaista asuntojen hajautusta. Tällä painotuksella Orava pyrkii saavuttamaan tasapainon pienempien kaupunkien korkean vuokratuoton ja suurempien kaupunkien paremman likviditeetin välillä. Pääkaupunkiseudulla ja suurissa kunnissa läsnäolo on tärkeää näiden kohteiden hyvän likviditeetin ansiosta, mutta pienemmissä kaupungeissa vuokratuotot ovat korkeampia.

Tavoiteportfolio sisältää 42 % uudehkoja kohteita ja 58 % vanhoja

Tavoiteportfolioin ikäjakauma on jaettu 90-luvun ja 2000-luvun uusiin kohteisiin ja tätä vanhempiin kohteisiin. Koko Suomen asuntokannan markkina-arvosta noin 28 % on edellä mainittuja uusia tai uudehkoja kohteita. Orava on määrittänyt uusien kohteiden tavoitepainon 50 % markkinaportfolioa korkeammaksi. 90-luvun ja 2000-luvun uusien kohteiden tavoitepaino on siten 42 % ja tätä vanhempien 58 %.

Rahasto pyrkii hyödyntämään mm. raideliikennehankkeiden tuomaa arvonnousua

Mikrosijaintikriteereistä tärkeimmät ovat kohteen liikenteelliset yhteydet palvelu- ja työpaikka- alueisiin sekä lähialueen palvelutaso. Asuntorahasto pyrkii hyödyntämään esimerkiksi kehitteillä olevien raideliikennehankkeiden valmistumisen mukanaan tuomaa arvonnousua asemien läheisyydessä sijaitseville kohteille.

Rahoitus- ja suojausstrategia

Orava pyrkii optimoimaan luototusastettaan markkinatilanteeseen sopivaksi

Orava pyrkii optimoimaan luototusastettaan kulloiseenkin korkotasoon ja markkinatilanteeseen sopivaksi. Rahoitusstrategiaa rajaavat veronhuojennuslain ehdot. Ehtojen mukaan enintään 10 % yli 5 vuotta omistetuista rahaston avaavan taseen portfolioista voidaan realisoida vuodessa, osinkoina tulee jakaa vähintään 90 % rahaston tuotoista ja luototusasteen on oltava alle 80 %.

Oravan korkoriskin suojausaste on 100 %

Oravan korkoriskin suojausaste on 100 % emoyhtiön rahoituslaitoslainojen osalta. Yhtiö on suojautunut mahdolliseen korkojen nousuun vaihtamalla kaikki vaihtuvakorkoiset lainat kiinteäkorkoisiksi. Suojaus on toteutettu koronvaihtosopimuksilla.

Keskipitkän aikavälin tavoitteet

Oravan tavoitteena on kasvaa keskipitkällä aikavälillä 300-500 miljoonan euron suuruiseksi rahastoksi

Oravan tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä kasvaa 300-500 miljoonan euron suuruiseksi rahastoksi. Kasvu on itsessään järkevää, sillä toiminnassa on saavutettavissa tiettyjä pieniä mittakaavaetuja, kuten alempi rahoituksen hinta ja alemmat hallinnointikulut. Mittakaavaetujen positiivista vaikutusta rahaston tuottoon on vaikea kvantifioida, mutta suuruusluokkana puhutaan arviomme mukaan muutamista kymmenistä korkopisteistä nykyiseen tuottotasoon nähden. Suurempaa etua sen sijaan tuo kasvun antama portfolioin maantieteellisen hajautuksen parantuminen ja asuntokohtaisen riskin pienentyminen, mikä alentaa koko rahaston riskiprofiilia.

Kasvu tuo yhtiölle tiettyjä mittakaavaetuja ja pienentää rahaston riskiprofiilia

Kasvu tullaan rahoittamaan ulkoisella pääomalla

REIT-rahastoille ominaisella tavalla Orava tulee rahoittamaan kasvunsa ulkopuolisen rahoituksen avulla (osakeannit ja velan kasvu). Siten pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee tekemään pörssilistautumisen jälkeen tulevien vuosien aikana useita osakeanteja.

4.2 Liiketoimintamalli

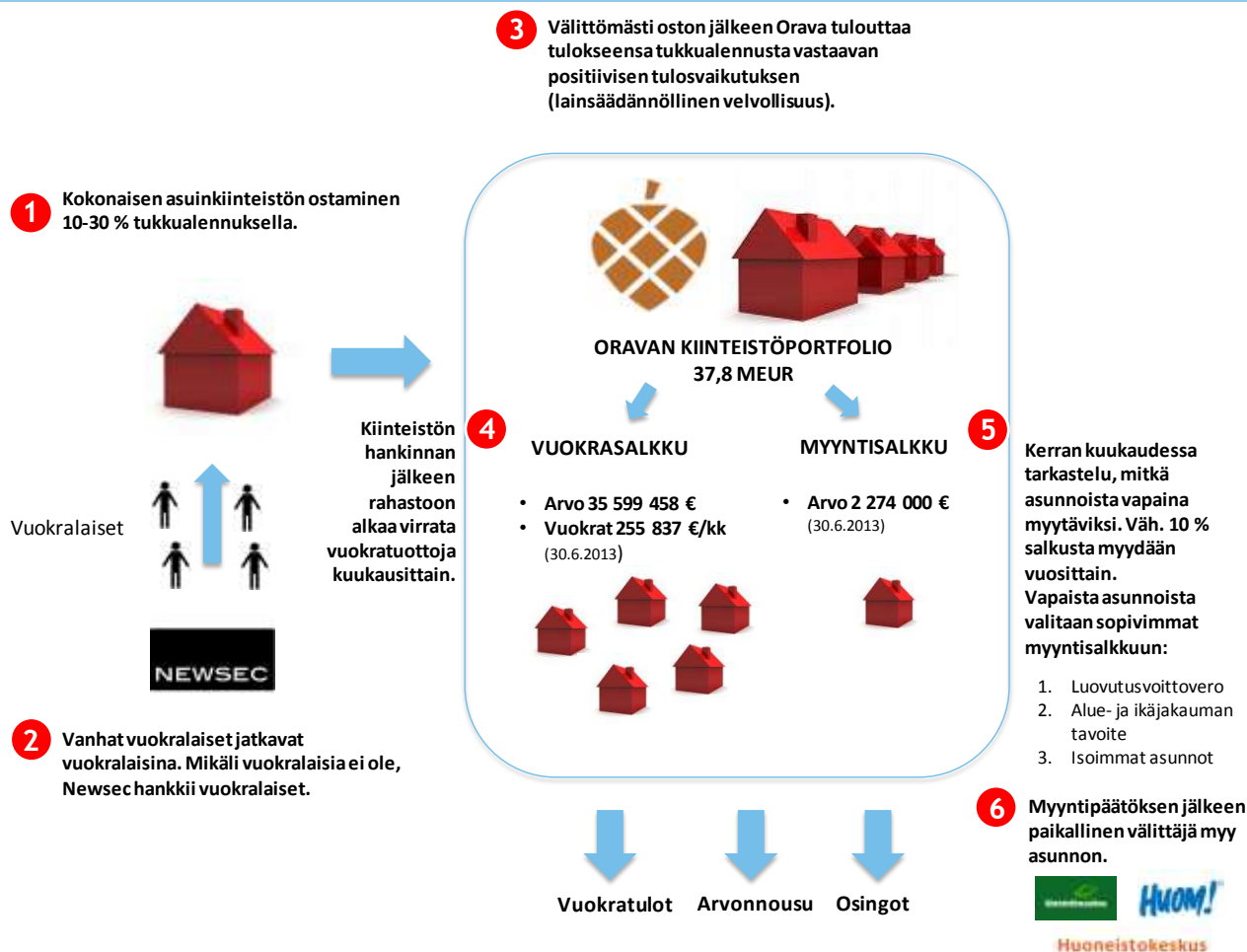
Olemme jakaneet Oravan liiketoimintamallin havainnollistuksen kahteen osaan. Ensimmäisessä osassa kerromme, miten yhtiön liiketoimintamalli käytännössä toimii. Toisessa osassa havainnollistamme numeroiden ja prosenttien avulla, millaisia oletuksia yhtiön liiketoimintamallin pyörimisen taustalla on.

Liiketoimintamalli käytännössä

Yhtiön liiketoimintamalli kulminoituu tukkualennusten järjestelmälliseen hyödyntämiseen osana salkun kiertoa

Oravan liiketoimintamallissa on keskeistä havainnollistaa yhtiön kiinteistöportfolion pyöriminen. Liiketoiminta kulminoituu vahvasti asuntohankintojen tukkualennuksen järjestelmälliseen hyödyntämiseen, mikä mahdollistaa normaalia asuntosijoittamista korkeamman tuoton saavuttamisen. Yhtiön operatiivisen toiminnan kannalta keskeisiä funktioita ovat muun muassa osto- ja myyntikohteiden valinta sekä rahaston rahavirtojen hallinta. Asuntomanageerauksesta vastaavalla Newsec Asset Management Oy:llä on vastaavasti kokonaisvastuu yhtiön omistamien asuinkiinteistöjen hoitamisesta.

Oravan toimintamallin havainnollistus



Lähde: Inderes

1) Kohteen hankinta tukkualennuksella

2) Kohteen vuokralaisten hankinta

3) Tukkualennuksen tuloutus tuloslaskelmaan

4) Vuokratuotot käynnistyvät

Ensimmäisessä vaiheessa yhtiö ostaa kokonaisen asuinkiinteistön, jossa se saa tyypillisesti noin 10-30 % tukkualennuksen verrattuna yksittäisten asuntojen markkinahintoihin. Vanhoissa kohteissa on normaalisti vuokralaiset valmiina, mutta mikäli kohteessa ei ole valmiina vuokralaisia, hoitaa asuntomanagement-palvelusta vastaava Newsec kohteeseen vuokralaiset (kohta 2). Välittömästi oston jälkeen (kohta 3) Orava tulouttaa tulokseensa tukkualennusta vastaavan positiivisen tulosvaikutuksen. Yhtiö ei tee tuloutusta näyttääkseen hyvää tulosta, vaan siihen on lainsäädännöllinen velvollisuus. Kun kiinteistö on hankittu, alkaa rahastoon virrata vuokratuottoja (kohta 4).

5) Vapaita kohteita valitaan myyntisalkkuun kerran kuukaudessa tehtävän arvioinnin pohjalta

6) Myyntipäätöksen jälkeen paikallinen välittäjä myy asunnon

Osana kiinteistösalkun hallintaa tarkastelee Orava kerran kuukaudessa, mitkä sen asunnoista ovat vapaina myytäviksi. Yhtiön toimintaperiaatteisiin kuuluu, ettei vuokra-asuntoja myydä kenenkään asukkaan alta pois. Tyypillisesti vuokralaiskannan vaihtuvuus noin 20-25 % vuodessa. Vapaista asunnoista yhtiö valitsee tilanteen mukaan asuntoja niin sanottuun myyntisalkkuun (kohta 5). Yhtiön toimintamallin mukaisesti 10 prosenttia portfolion arvosta myydään vuosittain. Myyntisalkkuun valitaan asuntoja ensisijaisesti minimoiden mahdollisia verotettavia myyntivoittoja. Toisena kriteerinä myynneillä on tasapainottaa asuntosalkun maantieteellistä tavoitejakaumaa sekä iän tavoitejakaumaa. Kolmantena kriteerinä on pyrkiä irtautumaan suurimmista asunnoista. Kun myyntipäätös on tehty, paikallinen kiinteistövälittäjä myy asunnon (kohta 6).

Sisään virtaavat kassavirrat syntyvät nettovuokratuotoista ja asuntojen myynneistä

Ulosmenevät kassavirrat syntyvät kiinteistöinvestoinneista, kuluista, korkokustannuksista sekä osingonmaksusta

Olettaen muuttumaton rahoitusrakenne, rahaston kassaan virtaavat rahat syntyvät nettovuokratuotoista sekä yksittäisten asuntojen myynneistä sitä mukaa kun niitä vapautuu käytöstä. Rahaston kassasta ulos virtaavat rahavirrat syntyvät kiinteistöinvestoinneista, kuluista, korkokustannuksista sekä näiden jälkeen jäljelle jäävästä osingonmaksusta. REIT-toimintamallin yksi merkittävä etu Oravalle on se, ettei yksittäisen sijoittajan irtautuminen rahastosta johda yhtiöstä ulosmeneviin rahavirtoihin, sillä sijoittaja myy omistuksensa markkinoilla. Seuraavassa osiossa havainnollistamme, millä oletuksilla yhtiön tavoittelema 7-10 % osinkotuotto on mahdollista.

Rahavirran muodostuminen liiketoimintamallissa

Keskeisiä tuottoa ohjaavia tekijöitä ovat 1) arvonnousu, 2) nettovuokratuotto sekä 3) tukkualennuksen suuruus

Toimintamalli mahdollistaa arvonnousun kanavoinnin osinkoihin

Keskeisiä Oravan tuottoa ohjaavia tekijöitä ovat 1) arvonnousu, 2) nettovuokratuotto sekä 3) tukkualennuksen suuruus. Oheinen esimerkki havainnollistaa, miten yhtiön rahavirta muodostuu eri komponenteista sekä miten yhtiö voi ohjata käytännössä tukkualennuksista syntyvää arvonnousua osinkoihin. On tärkeää huomata, että yhtiön toimintamalli mahdollistaa tavoitellun 7-10 % osingon, vaikka tukkualennusten hyödyntämisestä syntyvä välitön voitto on ainoastaan kirjanpidollinen. Tämä johtuu siitä, että yhtiö myy kiinteistöportfoliostaan vuosittain 10 %, kun taas investointitarve on huomattavasti tätä alempi arvonnousun sekä tukkualennuksen hyödyntämisen ansiosta.

Esimerkki kassavirran muodostumisesta yhtiön toimintamallissa

Oletukset		Rahavirtalaskelma	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	...
Portfolion lähtöarvo	100	Bruttovuokratuotto	7.0	7.0	7.0	7.0
Oma pääoma	55	Huoneistojen myynnit	10.0	10.0	10.0	10.0
Velka	45	Korkokulut	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
Bruttovuokratuotto	7.0 %	Hoito- ja korjauskulut	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
Vuotuinen arvonnousu	4.0 %	Hallinnon kulut	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Lainakorko	5.1 %	Tulospalkkio	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Hoito- ja korjauskulut	3.2 %	Investoinnit*	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8
Hallinnon kulut	1.0 %	Rahavirta ennen osinkoja	5.2	5.2	5.2	5.2
Tulospalkkio	0.5 %	Osingonmaksu	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
		Rahavirta osinkojen jälkeen	0	0	0	0
		<i>Portfolion arvo</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
		Osinkotuotto NAV:lle	9.5 %	9.5 %	9.5 %	9.5 %

*Investointitarpeen laskelma	
- Huoneistojen myynnit	-10.0 %
+ Huoneistojen arvonnousu	4.0 %
= Investointitarve	-6.0 %
x Tukkuualennuksen vaikutus	80.0 %
= Investointitarve tukkuualennuksen jälkeen	-4.8 %

Lähde: Inderes

Esimerkissä yhtiön kiinteistöportfolion arvo on lähtötilanteessa 100. Yksinkertaistuksen vuoksi oletamme, että yhtiön vieraan pääoman ja oman pääoman määrät ovat muuttumattomia, eli lainoja nostetaan ja lyhennetään samaan tahtiin eikä osakeanteja tehdä. Luototusaste on oletettu 45 %:iin.

Oletukset perustuvat omiin arvioihimme yhtiön pitkän aikavälin kehityksestä

Oletukset asuntojen arvonnoususta (4 %), bruttovuokratuotosta (7 %), lainakorosta (5,1 %), hoito- ja korjauskuluista (3,2 %) sekä hallinnon kuluista (1,0 %) perustuvat omiin arvioihimme yhtiön pitkän aikavälin kehityksestä. Perustamme arviomme pitkän aikavälin tilastoihin ja yhtiön tähänastiseen kehitykseen. Mahdollisen listautumisen jälkeen osakekurssin kehityksestä laskettava tulospalkkio on oletettu 0,5 %:iin. Käsittelemme arvojen lähiajan ennusteita osion 6.2 ennusteessa.

Esimerkissä osinkotuotto on 9,5 %

Kun bruttovuokratuottojen sekä kiinteistöjen myyntien rahavirrasta vähennetään kaikki kulut sekä investointitarve, muodostuu rahavirraksi ennen osinkoja 5,2. Olettaen 100 % osingonjakosuhte, tämä vastaa 9,5 % osinkotuottoa laskettuna omasta pääomasta (NAV:sta) 55.

Yhtiön portfolion arvo säilyy esimerkissä osingonjaosta huolimatta vakaana, sillä investointitarve on kiinteistöjen myyntien arvoa pienempi johtuen asuntojen arvonnoususta sekä tukkuualennusten hyödyntämisestä

On oleellista huomioida, että investointitarpeen arvo 4,8 on huomattavasti pienempi kuin kiinteistöjen myyntien arvo 10. Tämä johtuu kahdesta seikasta. Ensinnäkin oletus kiinteistöjen pitkän aikavälin 4 % arvonnoususta alentaa investointitarpeen 6:een. Toiseksi, kun näihin hankintoihin oletetaan 20 % tukkuualennus, laskee investointitarve 4,8:aan. Oheinen esimerkki osoittaa, että yhtiön kiinteistöportfolion arvo säilyy vakaana 100:ssa, vaikka NAV:lle maksetaan 9,5 %:n vuotuista osinkoa. Oheinen esimerkki ei kuitenkaan huomioi sitä, että pitkässä

juoksussa yhtiön omistamien asuntojen lukumäärä laskee, vaikka portfolion arvo säilyy 100:ssa. Siten pitkässä juoksussa toimintamallin kannalta on oleellista, että yhtiö saavuttaa riittävän suuren kokoluokan sekä kasvattaa portfoliotaan uusien pääomasijoitusten avulla.

Kassavirtojen herkkyydet

Rahavirtojen kehityksen herkkyydet muutoksille keskeisissä parametreissa

Yllä esitetyillä oletuksilla rahaston osinkotuotoksi NAV:lle muodostui 9,5 prosenttia. Mikäli muutamme keskeisiä parametreja oletuksissa, ovat osinkotuoton herkkyydet esitetystä lähtötilanteesta laskettuna seuraavat:

- Bruttovuokratuoton nousu (lasku) yhdellä prosenttiyksiköllä nostaa (laskee) osinkotuottoa noin 1,8 prosenttiyksikköä. Tämä heijastelee velan vipuvaikutusta.
- Arvonnousun muutos ylöspäin (alaspäin) yhdellä prosenttiyksiköllä nostaa (laskee) osinkotuottoa noin 1,5 prosenttiyksikköä. Tämä heijastelee muutosta investointitarpeeseen.
- Korkokustannuksen nousu (lasku) yhdellä prosenttiyksiköllä laskee (nostaa) osinkotuottoa noin 0,8 prosenttiyksikköä.
- Tukkuualennuksen nousu (lasku) viidellä prosenttiyksiköllä nostaa (laskee) osinkotuottoa noin 0,5 prosenttiyksikköä. Tämä heijastelee tukkualennuksesta saatavaa suhteellista hyötyä.
- Hoito- ja korjauskulujen nousu (lasku) yhdellä prosenttiyksiköllä laskee (nostaa) osinkotuottoa noin 1,8 prosenttiyksikköä. Herkkyydet on vastaava kuin bruttovuokratuoton muutoksissa.

5. Orava sijoituskohteena

5.1 Lainsäädännöllinen poikkeavuus

REIT on tiettyin edellytyksin kokonaan vapautettu tuloverosta

Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj on ensimmäinen Suomalainen asuinkiinteistöihin sijoittava osakeyhtiömuotoinen kiinteistörahasto (REIT). Rahasto hyödyntää toiminnassaan REIT-lainsäädäntöä, minkä perusteella se on tiettyin edellytyksin kokonaan vapautettu tuloverosta ja luovutusvoittoverosta. Lainsäädäntö asettaa kuitenkin tiettyjä edellytyksiä yhtiön toiminnalle. Nämä edellytykset ovat tiivistetysti seuraavat:

- Yhtiön tulee harjoittaa asuntojen vuokraustoimintaa.
- Vuokratulojen osuuden on oltava vähintään 80 % tuloista, poislukien luovutusvoitot.
- Yhtiön on jaettava vähintään 90 % tuloksestaan osinkoina, poislukien realisoitumattomat käyvän arvon muutokset.
- Taseen varoista 80 % tulee olla sijoitettu huoneistoissa tai kiinteistöissä.
- Vieraan pääoman määrä saa olla enintään 80 % taseen loppusummasta.
- Yksittäisen osakkaan omistusosuus saa olla enintään 10 % vuoden 2014 lopusta alkaen.
- Osakkeet tulee pörssilistata viimeistään kolmantena vuonna rahaston käynnistämisestä.
- Asuntojen luovutusvoitto on rahastolle verovapaata tiettyin rajoituksin.

Lainsäädännölliset rajoitukset turvaavat osaltaan sijoittajan ja pienomistajan asemaa

Rajoitukset turvaavat sijoittajan asemaa kolmella tavalla. Ensinnäkin sijoittaja tietää tarkalleen mitä yhtiö saa tehdä ja miten se saa toimia. Informaatoristiriita johdon ja sijoittajien välillä pienenee. Toiseksi, rajoitukset estävät johtoa ryhtymästä ylisuuriin investointeihin, koska 90 % tuloksesta pitää maksaa osinkoina ja vieraan pääoman määrä on rajattu. Jos yhtiö siis harkitsee uusia merkittäviä hankkeita, on ne aina pystyttävä perustelemaan sijoittajille, jotta uutta pääomaa saadaan. Kolmanneksi, yhdelläkään yksittäisellä omistajalla ei ole määräysvaltaa yhtiöstä. Tämä turvaa osaltaan etenkin piensijoittajan asemaa.

5.2 Vertailu muihin asuntosijoitusmuotoihin

Oheisessa taulukossa on esitetty vertailu sijoittajan kannalta keskeisistä tekijöistä REIT:in, avoimen kiinteistörahaston sekä sijoitusasunnon välillä.

Oravan vertailu muihin asuntosijoitusvaihtoehtoihin

	Orava REIT 	Avoim kiinteistörahasto	Sijoitusasunto
Keskeisimmät edut	Osingonmaksu kvartaaleittain, tukkualennuksen ja lainarahoituksen hyödyntäminen	Tukkualennuksen ja lainarahoituksen hyödyntäminen	Vapaus valita kohteet
Minimisijoitus	Pieni (1 pörssiosake)	Usein tuhansia euroja	Korkea (koko asunto), usein piensijoittajan ulottumattomissa
Likviditeetti	Hyvä: jatkuva kaupankäynti pörssissä	Tyydyttävä (irtautuminen rajattu ja kallista)	Heikko
Sijoituksen hajautus	Sekä maantieteellisesti että asutokohtaisesti	Sekä maantieteellisesti että asutokohtaisesti	Korkea kohderiski
Suursijoittajan edut	Tukkualennuksen hyödyntäminen (10-30 %)	Tukkualennuksen hyödyntäminen (10-30 %)	Ei ole
Riskit	Matalammat hajautuksen myötä	Matalammat hajautuksen myötä	Suuri kohdekohtainen riski
Kulut	Matalat (rahaston hallinto noin 1 %, tulospalkkio + sijoittajan pörssikaupankäynti)	Korkeat kulut (merkintä, lunastus, hallinnointi, tuottosidonnainen)	Korot ja lainojen lyhennykset, ei ylimääräisiä hallinnointikuluja, mutta vie paljon omaa aikaa ja vaivaa
Tuotto-odotus	Korkea: 10 % p.a.	Kohtalainen: 4-6 % p.a., pakollisen kassareservi heikentää pääoman tuottoa	Riippuu yksittäisestä kohteesta
Tuotonmuodostus	Tukkualennuksen (10-30 %) hyödyntäminen, arvonnousu, vuokrat	Tukkualennuksen hyödyntäminen, arvonnousu, vuokrat	Vuokra, arvonnousu
Kassavirtavaikutukset	Tasainen ja korkea kassavirta, asuntojen arvonnousun siirtyminen osinkoihin veroedun ansiosta	Tuloutus tyypillisesti sijoitusajan päätyttyä	Sijoituksen kassavirta usein aluksi negatiivinen (korot ja lainojen lyhennykset)
Helppous	Ammattimaisesti hoidettu: sijoitusten hankinta, luopuminen, hallinnointi, vuokralaisten hallinta	Ammattimaisesti hoidettu	Työläs: vie paljon omaa aikaa ja vaivaa
Muuta	Potentiaalinen alennus pörssissä suhteessa tasearvoon (NAV)	Sijoituspääoman täytyttyä uusia sijoittajia ei usein enää oteta mukaan	Asunnon myyntivoitto lähtökohtaisesti veronalaista tuloa

Lähde: Inderes

5.3 Riskit

Painotamme yhtiöön liittyviä
yleistaloudellisia riskejä

Oravan etuna on salkun tuoma
hajautus

Asuntojen hintakehitys vaikuttaa
oleellisesti NAV:iin

Arvostusmallien virheet voisivat
vaikuttaa NAV:iin

Korkojen muutos vaikuttaa yhtiön
lainarahoituksen hintaan sekä
koronvaihtosopimusten arvoon

Nettovuokratuoton kehitykseen
vaikuttavat useat tekijät

Yhtiö on riippuvainen
avainhenkilöistä

Osakkeen kurssikehitys voi poiketa
NAV:n kehityksestä pörssissä, mikä
tuo sijoitukseen ylimääräisen
riskielementin

Käsitlemme ohessa mielestämme keskeisimpiä riskejä, jotka liittyvät Oravaan sijoituskohteena. Painotamme riskeissä yleistaloudellisia tekijöitä, jotka ohjaavat rahaston tuottomallia. Oravan keskeisenä etuna suoraan asuntosijoittamiseen verrattuna on laaja hajautus, minkä johdosta yksittäisiin kohteisiin, vuokralaisiin tai alueisiin liittyvät riskit eivät ole merkittävässä roolissa. Tämä hajautus ei rahaston nykyisessä kokoluokassa ole mielestämme vielä optimaalinen, mutta sen hyöty kasvaa rahaston kasvun mukana. Näkemyksemme mukaan Oravaan sijoittavan tulisi huomioida etenkin seuraavat riskit:

- **Asuntojen yleinen hintakehitys** muodostaa näkemyksemme mukaan keskeisen riskin Oravaan sijoituskohteena. Asuntojen hintojen voimakas lasku voisi pahimmillaan heikentää yhtiön vakavaraisuutta ja pakottaa yhtiön hakemaan uutta pääomaa taseen vahvistamiseksi.
- **Yhtiön käyttämien arvostusmenetelmien virheet** ovat mahdollisia, vaikka yhtiön käyttämä arvostusmalli auditoidaan säännöllisesti ja malli jättää hyvin vähän sijaa subjektiivisille arvioille. Mikäli yhtiö havaitsee, että käypiä arvoja on arvioitu väärin, voi tällä olla oleellisia vaikutuksia NAV:iin.
- **Korkotason muutokset** vaikuttavat yhtiöön kahdella tavalla. Ensiksi, ne vaikuttavat markkinoilta saatavan lainarahoituksen hintaan. Toiseksi, yhtiö suojaa koronvaihtosopimuksilla vaihtuvakorkoiset lainansa kokonaisuudessaan. Tämän johdosta korkotason muutokset aiheuttavat yhtiön tulokseen laskennallisia eriä ja vaikuttavat NAV:iin.
- **Nettovuokratuotto** on yhtiön tuloksen kannalta keskeinen tekijä, joka on riippuvainen useasta muuttujasta. Vuokratuottoa voivat alentaa esimerkiksi yleinen vuokratason lasku, yhtiön vuokrausasteen lasku sekä ennakoitua suurempi vuokralaisvaihtuvuus. Lisäksi kohteiden arvioitua suuremmat hoito- ja korjauskulut ja etenkin yksittäisestä kohteesta paljastuvat yllättävät korjaustarpeet voivat alentaa nettovuokratuottoa. Tämä riski pienenee rahaston koon kasvun myötä.
- **Henkilöriippuvuus** on lievä riski yhtiön operatiivisen toiminnan kannalta, sillä hallinnointiyhtiöllä on alle viisi työntekijää.
- **Osakkeen kurssikehitys sekä osakkeen volatiliteetti pörssissä** saattavat poiketa oleellisesti siitä, mikä on rahaston salkun todellinen arvonkehitys ja volatiliteetti. Tällöin sijoittajat kantavat korkeampaa riskiä ja rahastosta irtautuva sijoittaja voi joutua myymään omistuksensa alemmalla osakekurssilla suhteessa NAV:iin kuin alkuperäisessä sijoituksessa. On myös mahdollista, että osaketta hinnoitellaan alle NAV:n pörssissä, jolloin osakkeenomistaja ei myyntihetkellä saa rahastosta kiinteistöportfolion arvoa vastaavaa summaa.

6. Ennuste ja arvonmääritys

6.1 Historiallinen kehitys

Oravan operatiivinen suorituskky on ollut viimeisen kahden ja puolen aikana vahvaa ja johdon tähänastiset näytöt ovat olleet vakuuttavia

Oravan operatiivinen suorituskky on rahaston ylösajan aikana ollut vahvaa ja johdon tähänastiset näytöt ovat mielestämme olleet hyviä. Yhtiö on haastavassa markkinatilanteesta huolimatta pystynyt yli kaksinkertaistamaan kiinteistöportfolionsa neliömääräisen koon vuoden 2011 noin 14 tuhannesta neliöstä kesäkuun 2013 noin 29 tuhanteen neliöön. Samalla yhtiön oman pääoman tuotto on noussut erittäin hyvällä yli 10 % tasolla vuonna 2012.

Bruttovuokratuotto on ollut tasaisen korkeaa ja kiinteistöt ovat olleet lähes täyteen vuokrattuja

Yhtiön bruttovuokratuotto on jatkuvasti säilynyt vahvalla, noin 8 prosentin tasolla vuosina 2011-2013. Kiinteistöjen taloudellinen vuokrausaste on samalla ajanjaksolla ollut vahva 96-98 %. Hallinnon kulut ovat olleet suhteellisen korkeita rahaston ylösajokaikana, noin 1,3-1,9 % kiinteistöportfolion keskimääräisestä arvosta viimeisen kahden vuoden aikana. Rahaston kasvaessa ja toiminnan vakiintuessa hallinnon kulut tulevat kuitenkin alentumaan ja uskomme 1 % hallinnon kulujen tason olevan realistinen pitkällä aikavälillä.

Hallinnon kulut ovat olleet rahaston ylösajan aikana korkeita, mutta rahaston kasvaessa ne tulevat alentumaan

Vuoden 2013 ensimmäinen vuosipuolisko sujui tasaisen vahvasti

Vuoden 2013 ensimmäisen vuosipuoliskon tulos oli tasaisen vahva ja kiinteistöportfolion kasvattaminen jatkui. Tammi-kesäkuussa toteutettiin yhteensä kolme merkittävää kiinteistökauppaa ja portfolion arvo saavutti kauden lopussa 37,9 MEUR. Kiinteistöjen hoitokulut olivat vuositasolla laskettuna korkeita, noin 3,7 %. Tämä johtui kiinteistöyhtiöille tyypillisestä kausivaihtelusta. Vuoden kahden ensimmäisen neljänneksen aikana hoitokulut ovat tyypillisesti selvästi muita kvartaaleja korkeampia. Odotamme hoitokulujen alenevan toisen vuosipuoliskon aikana selvästi.

Kiinteistöportfolion kasvattaminen jatkui ja portfolion arvo oli kauden lopussa 37,9 MEUR

6.2 Ennusteet

Asuntojen tukkualennuksen hyödyntäminen ja mittakaavaedut mahdollistavat normaalia asutosijoittamista korkeamman tuoton

Arviomme mukaan Orava on jo saavuttanut rahaston koon suhteen kriittisen massan, mikä mahdollistaa asuntojen tukkualennuksen järjestelmällisen hyödyntämisen ja tietyt mittakaavaedut. Nämä yhdessä luovat edellytykset normaalia asutosijoittamista korkeamman tuoton saavuttamisen. Tulevaisuuden ennusteemme perustuvat varovaiseen markkinanäkemykseen yhdistettynä Oravan kiinteistöportfolion oletettuun kehittymiseen. Uskomme yhtiön yltävän lähivuosina 8-9 % osinkotuottoon suhteutettuna nettovaralliosuuteen (NAV).

Arvioimme Orava yltävän lähivuosina 8-9 % osinkotuottoon

Markkinaennusteemme ovat kokonaisuudessaan varovaisia

Markkinaennusteemme ovat kokonaisuudessaan varovaisia. Ennustamme Oravan kiinteistöjen arvon nousevan kuluvana vuonna 2,5 prosenttia ja 3,0 prosenttia vuonna 2014. Pitkällä aikavälillä ennustamme Oravan asuntojen arvonnousun säilyvän Suomen pitkän aikavälin keskiarvon tuntumassa, noin 4 prosentin vuositasolla. Odotamme markkinakorkojen nousevan vähitellen nykyisestä tasosta ja palautuvan vuoden 2015 jälkeen takaisin pitkän aikavälin keskiarvon mukaiselle tasolle.

Ennustemallimme pohjautuu Oravan kiinteistöportfolion odotettuun suorituskyykyyn.

Oravan tulevaisuuden ennusteemme perustuvat yhtiön kiinteistöportfolion odotettuun suorituskyykyyn. Lisäksi oletamme ennusteissamme yhtiön käyttävän listautumisannissa keräämänsä noin 27 MEUR kiinteistöportfolion kasvattamiseen ja yhtiön velkojen lyhentämiseen vuosina 2013-2015. Osakeannin myötä oletamme Oravan kiinteistöportfolion arvon kasvavan heinäkuun lopun noin 44 miljoonasta eurosta noin 57 miljoonaan euroon vuonna 2013. Lisäksi yhtiön velkaantuneisuutta mittaava Loan-To-Value (LTV) laskisi nykyisestä noin 60 prosentista 40 prosenttiin. Nykyistä osakeantia lukuun ottamatta emme mallinna tulevia osakeanteja erikseen.

Odotamme yhtiön yltävän noin 7,0 prosentin bruttovuokratuottoon pitkällä aikavälillä

Odotamme yhtiön yltävän vuonna 2013 noin 7,5 % bruttovuokratuottoon (FY12: 8,0%). Bruttovuokratuotto laskee vuodesta 2015 eteenpäin noin 7,0 % tasolle ja säilyy tällä tasolla pitkällä aikavälillä. Tämä johtuu kiinteistöportfolion painotuksen kääntymisestä kohti likvidempää, mutta heikommin tuottavia Helsingin seudun kiinteistöjä ja matalariskisempiä uusia kiinteistöjä. Ennuste edellyttää kiinteistöjen vuokrausasteiden ja vuokratasojen säilyvän myös jatkossa hyvällä tasolla.

Odotamme hallinnon kulujen asettuvan pitkällä aikavälillä 1,0 prosentin tasolle kiinteistöportfoliosta

Asuntorahaston kasvaessa yhtiön hallinnon kulut alenevat vuoden 2013 noin 1,5 prosentista 1,0 prosentin tasolle pitkällä aikavälillä. Lisäksi hoitokulut ja korjauskulut laskevat kiinteistöportfolion nuorentuessa kohti tavoitetasoa. Oravan kasvaessa rahaston hajautus paranee, mikä edelleen alentaa kulurakennetta ja yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Kiinteistöportfolion odotettu suorituskyyky, korkotaso, asuntojen hintakehitys ja yhtiön kulurakenne huomioiden odotamme Oravan yltävän lähivuosina 8-9 % tuottoon suhteutettuna rahaston nettovarallisuuteen (NAV).

Ennusteet

Oletukset (MEUR)	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Portfolion k.a. arvo	42.6	69.1	78.2	78.2	78.2	78.2	78.2	78.2	78.2	78.2
Oma pääoma k.a.	18.5	41.6	41.7	42.6	42.6	42.6	42.6	42.6	42.6	42.6
Vieras pääoma k.a.	23.7	27.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6
Bruttovuokratuotto	7.5 %	7.3 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %
Vuotuinen arvonnousu	2.5 %	3.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Lainakorko	3.7 %	4.0 %	5.1 %	5.1 %	5.1 %	5.1 %	5.1 %	5.1 %	5.1 %	5.1 %
Hoito- ja korjauskulut	3.8 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %
Hallinnon kulut	1.5 %	1.3 %	1.2 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
Tulospalkkio	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %
Rahavirtalaskelma (MEUR)	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Bruttovuokratuotto	3.2	5.1	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
Huoneistojen myynnit	4.3	6.9	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
Korkokulut	-0.9	-1.1	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
Hoito- ja korjauskulut	-1.6	-2.2	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
Hallinnon kulut	-0.6	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
Tulospalkkio	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Investoinnit*	-2.6	-3.9	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8
Rahavirta ennen osinkoja	1.6	3.6	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
Osingonmaksu	-1.6	-3.6	-3.8	-3.9	-3.9	-3.9	-3.9	-3.9	-3.9	-3.9
Rahavirta osinkojen jälkeen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Osinkotuotto NAV:lle	8.4 %	8.5 %	9.1 %	9.3 %	9.3 %	9.3 %	9.3 %	9.3 %	9.3 %	9.3 %
*Investointitarpeen laskelma										
- Huoneistojen myynnit	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %
+ Huoneistojen arvonnousu	2.5 %	3.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
= Investointitarve	-7.5 %	-7.0 %	-6.0 %	-6.0 %	-6.0 %	-6.0 %	-6.0 %	-6.0 %	-6.0 %	-6.0 %
x Tukualennuksen vaikutus	80.0 %	80.0 %	80.0 %	80.0 %	80.0 %	80.0 %	80.0 %	80.0 %	80.0 %	80.0 %
= Investointitarve tukualennuksen jälkeen	-6.0 %	-5.6 %	-4.8 %	-4.8 %	-4.8 %	-4.8 %	-4.8 %	-4.8 %	-4.8 %	-4.8 %

Lähde: Inderes

6.3 Arvonmääritys

Osakkeen arvonkehityksen keskeisin ohjaava tekijä tulee arviomme mukaan olemaan osinkotuotto

Listautumisen jälkeen Oravan osakkeen hinnoittelun lähtökohtana toimii näkemyksemme mukaan yhtiön nettovarallisuus (NAV). Siten sijoittajan tärkein arvostusmittari yhtiössä tulee olemaan P/NAV-luku. Osakkeen arvonkehityksen kannalta keskeinen ohjaava tekijä tulee olemaan näkemyksemme mukaan osinkotuotto-%.

Inderesin näkemyksen mukaan osake tullaan todennäköisesti tulevaisuudessa hinnoittelemaan preemiolla

Inderesin näkemyksen mukaan on todennäköistä, että osaketta tullaan tulevaisuudessa hinnoittelemaan preemiolla. Näkemyksemme perustuu siihen, että Oravan tuotto/riski -suhde nykyisillä arvioillamme tulee olemaan hyvin houkutteleva muihin asuntosijoittamisen vaihtoehtoihin nähden. Lisäksi Orava tulee olemaan Helsingin pörssilista huomioiden poikkeuksellisen kiinnostava kohde osinkohakuisille sijoittajille, sillä osinkotuotto nousee mahdollisesti jopa pörssin korkeimmaksi. Uskomme, että Oravan tuotto/riskisuhde tulee laskemaan pörssissä vertailukelpoiseksi premiohinnoittelun kautta.

Oravan hinnoitteluun suhteessa NAV:hen voitaisiin hakea kansainvälistä vertailupohjaa. Tyypillisesti REIT-instrumentteja on esimerkiksi Yhdysvalloissa hinnoiteltu lievällä preemiolla suhteessa NAV:hen, joskin finanssikriisin aikaan arvostustasot painuivat jopa 50 % alennukseen. Emme kuitenkaan tukeudu tässä yhteydessä kansainväliseen vertailuun, sillä Suomen toimintaympäristön (lainsäädäntö, asuntomarkkina) ja pääomamarkkinan fundamentit ovat niin erilaiset, ettei mielestämme kansainvälisen vertailun pohjalta pystytä muodostamaan luotettavaa näkemystä.

Osinkotuottoon pohjautuva arvostus

Sijoittajan on oleellista ymmärtää, että Oravan osakkeen NAV-preemion kasvaessa osakkeen efektiivinen osinkotuotto laskee ja preemion laskiessa efektiivinen tuotto nousee. Mikäli osaketta hinnoitellaan alennuksella suhteessa NAV:hen, tarjoaa osake suurempaa tuottoa kuin yhtiön taseessa oleva nettovarallisuus.

Alla olevassa taulukossa olemme havainnollistaneet osakkeen osinkotuoton, kun osaketta hinnoitellaan -5 – 20 % preemiolla ja osinkotuotto NAV:lle on yhtiön tavoitehaarukassa 7-10 %. Esimerkiksi mikäli yhtiön osinkotuotto NAV:lle on 8-9 % ja osaketta hinnoiteltaisiin 5-10 % preemiolla NAV:iin nähden, olisi sijoittajan saama osinkotuotto väillä 7,3 % - 8,6 %. Osinkotuotto on 5-10 % preemion tasolla edelleen erittäin hyvä, mikä tukee näkemystämme osakkeen premiohinnoittelusta listautumisen jälkeen.

Efektiivinen osinkotuotto eri preemiotasoilla

		Osinko-% NAV:lle				Sijoittajan tuottotaulukko
		7.0 %	8.0 %	9.0 %	10.0 %	
Osakkeen premio	-5 %	7.4 %	8.4 %	9.5 %	10.5 %	
	0 %	7.0 %	8.0 %	9.0 %	10.0 %	
	5 %	6.7 %	7.6 %	8.6 %	9.5 %	
	10 %	6.4 %	7.3 %	8.2 %	9.1 %	
	15 %	6.1 %	7.0 %	7.8 %	8.7 %	
	20 %	5.8 %	6.7 %	7.5 %	8.3 %	

Lähde: Inderes

Osinkojen nykyarvomalli

Oravan nykyinen hinnoittelu tarkoittaisi arviomme mukaan noin 8,9 prosentin tuottovaatimusta omalle pääomalle. Arvostustaso on mielestämme hyvin houkutteleva huomioiden yhtiön suhteellisen alhainen riskiprofiili

Tarkastelemme tässä osiossa Orava asuntorahaston arvonmäärittystä osinkojen nykyarvomallin (DDM) pohjalta. Arvonmäärittelyn on tarkoitus havainnollistaa rahavirtojen muodostumista vuosittain ja niihin liittyvää tuottovaatimusta. Ennusteidemme mukaisesti Oravan nykyinen hinnoittelu nettovarallisuuteen (NAV) tarkoittaisi noin 8,9 prosentin tuottovaatimusta omalle pääomalle. Tämä arvostustaso on mielestämme hyvin houkutteleva huomioiden yhtiö suhteellisen alhainen riskiprofiili.

Osinkojen nykyarvomalli laskee nimensä mukaisesti odotettujen osinkojen nykyarvon omistajille. Keskeiset kassavirtoihin sisältyvät oletukset olemme käsitelleet edellisessä kappaleessa. Yrityksen beta 0,70 pohjautuu laajoihin tutkimuksiin Yhdysvalloissa listattujen REIT:tien käyttäytymiseen 30-vuoden ajalta. Ennusteidemme mukaisesti Oravan nykyinen hinnoittelu nettovarallisuuteen vastaa karkeasti noin 8,9 prosentin tuottovaatimusta omalle pääomalle.

Osinkojen nykyarvomalli

Rahavirtalaskelma (MEUR)	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TERM
Bruttovuokratuotto	3.2	5.1	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	
+Huoneistojen myynnit	4.3	6.9	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	
-Korkokulut	-0.9	-1.1	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	
-Hoito- ja korjauskulut	-1.6	-2.2	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	
-Hallinnon kulut	-0.6	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	
-Tulospalkkio	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	
-Investoinnit	-2.6	-3.9	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	
Rahavirta osinkoja varten	1.6	3.6	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	72.7
Disk. Vapaa rahavirta	1.5	3.1	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3	24.6
Disk. Kum vap. rahavirta	45.8	44.3	41.2	38.3	35.6	33.2	31.0	29.1	27.4	25.9	24.6
Oman pääoman arvo, DDM	45.8										

Pääoman kustannus	
Riskitön korko	3.5%
Markkinoiden riski-premio	4.8%
Yrityksen Beta	0.70
Likviditeettipremio	2.0%
Pääoman kustannus	8.9%

Lähde: Inderes

Liitteet

Liite 1: Tuloslaskelma ja tase

TULOSLASKELMA

Tuloslaskelma (MEUR)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto yhteensä	1.3	3.2	7.6	8.8	10.0	9.8
Bruttovuokratuotot	1.0	1.9	3.2	5.1	5.5	5.5
Tuotot voitoista	0.3	1.3	4.4	3.7	4.5	4.3
Kulut yhteensä	-0.7	-1.3	-2.5	-3.5	-3.8	-3.7
Hoito- ja korjauskulut	-0.4	-0.8	-1.6	-2.2	-2.5	-2.5
Hallinnon kulut	-0.2	-0.4	-0.6	-0.9	-0.9	-0.8
Tulospalkkio	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4
Käyttökate	0.7	1.9	5.1	5.3	6.1	6.1
Poistot	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Liikevoitto	0.7	1.9	5.1	5.3	6.1	6.1
Rahoituserät	-0.2	-0.5	-0.9	-1.1	-1.9	-1.9
Korkokulut	-0.2	-0.5	-0.9	-1.1	-1.9	-1.9
Voitto ennen veroja	0.4	1.4	4.2	4.2	4.2	4.2
Verot	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettotulos	0.4	1.4	4.2	4.2	4.2	4.2
Tilikauden tulos	0.4	1.4	4.2	4.2	4.2	4.2

TASE

Vastaavaa (MEUR)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	20.7	32.4	57.6	70.3	79.5	79.5
Sijoituskiinteistöt	20.3	32.0	56.6	69.1	78.2	78.2
Vaihtuvat vastaavat	0.4	0.4	1.0	1.2	1.4	1.3
Myyntisaamiset	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
Likvidit varat	0.4	0.3	0.7	0.8	0.9	0.9
Taseen loppusumma	20.7	32.4	68.0	73.4	83.9	83.8

Vastattavaa (MEUR)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Oma pääoma	12.2	15.0	42.7	42.6	42.7	42.6
Osakepääoma	11.7	13.7	37.1	37.1	37.1	37.1
Kertyneet voittovarot	0.4	1.5	5.7	5.7	5.7	5.7
Muu oma pääoma	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Pitkäaikaiset velat	7.8	15.8	22.6	27.6	37.6	37.6
Lainat rahoituslaitoksilta	7.8	15.8	22.6	27.6	37.6	37.6
Lyhytaikaiset velat	0.7	1.7	2.8	3.2	3.6	3.6
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0.3	1.2	2.8	3.2	3.6	3.6
Taseen loppusumma	20.7	32.4	68.0	73.4	83.9	83.8

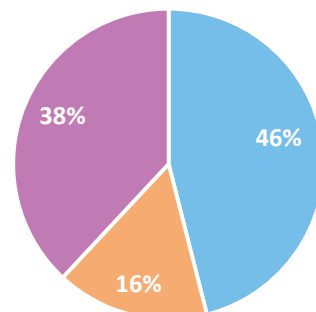
Liite 2: Rahaston huoneistosalkku

Kohde	Kaupunki	Rak.vuosi	Huoneistot	Vuokrattava ala (m ²)	Käypä arvo (30.6.2013, t€)
As Oy Lahden Helkalanhovi	Lahti	1975	33	1,970	1,929
As Oy Lahden Poikkikatu 4	Lahti	1971	30	1,686	2,587
As Oy Tornion Kuparimarkka	Tornio	1975	51	2,797	2,713
As Oy Hämeenlinnan Aulangontie 39	Hämeenlinna	1974	16	759	1,419
As Oy Haminan Tervaniemi	Hamina	1999	16	1,039	1,459
Bostads Ab Lindhears Asunto Oy	Sipoo	1987	16	1,258	2,037
As Oy Nurmijärven Puurata 15-17	Nurmijärvi	1975	40	2,563	3,700
As Oy Jyväskylän Kruununtorni	Jyväskylä	2010	5	1,232	1,695
As Oy Tornion Aarnintie 7	Tornio	1974	19	1,138	929
As Oy Vantaan Rasinrinne	Vantaa	1975	39	2,038	3,994
As Oy Vantaan Rusakko	Vantaa	1992	9	512	1,441
As Oy Kotkan Vuorenrinne 19	Kotka	1975	75	4,026	2,705
As Oy Kauniaisten Venevalkamantie 3	Kauniainen	2012	10	618	2,909
As Oy Lahden Vuoksenkatu 4	Lahti	1969	11	483	806
As Oy Lohjan Koulukuja 14	Lohja	1976	54	3,010	4,092
As Oy Salon Ristinkedonkatu 33	Salo	1975	72	4,245	3,458
As Oy Keravan Ritariperho	Kerava	2011	19	2,071	6,000
KOKO SALKKU			515	31,445	43,873

Kohde*	Kaupunki	Käypä arvo (30.6.2013, t€)	Vuokrat (1.7.2013, €/kk)	Annualisoitu bruttovuokratuotto (%)
As Oy Lahden Helkalanhovi	Lahti	1,929	15,688	9.8 %
As Oy Lahden Poikkikatu 4	Lahti	2,587	15,561	7.2 %
As Oy Tornion Kuparimarkka	Tornio	2,713	17,045	7.5 %
As Oy Hämeenlinnan Aulangontie 39	Hämeenlinna	1,419	9,449	8.0 %
As Oy Haminan Tervaniemi	Hamina	1,459	7,788	6.4 %
Bostads Ab Lindhears Asunto Oy	Sipoo	2,037	11,858	7.0 %
As Oy Nurmijärven Puurata 15-17	Nurmijärvi	3,700	25,755	8.4 %
As Oy Jyväskylän Kruununtorni	Jyväskylä	1,695	16,511	11.7 %
As Oy Tornion Aarnintie 7	Tornio	929	8,268	10.7 %
As Oy Vantaan Rasinrinne	Vantaa	3,994	20,584	6.2 %
As Oy Vantaan Rusakko	Vantaa	1,441	6,066	5.1 %
As Oy Kotkan Vuorenrinne 19	Kotka	2,705	22,388	9.9 %
As Oy Kauniaisten Venevalkamantie 3	Kauniainen	2,909	8,742	3.6 %
As Oy Lahden Vuoksenkatu 4	Lahti	806	5,442	8.1 %
As Oy Lohjan Koulukuja 14	Lohja	4,092	27,149	8.0 %
As Oy Salon Ristinkedonkatu 33	Salo	3,458	37,544	13.0 %
KOKO SALKKU*		37,873	255,838	8.1 %
MYNTISALKKU 30.6.2013		2,274		
VUOKRASALKKU 30.6.2013*		35,599	255,838	8.60%

*Ei sisällä Keravaa (käypä arvo n. 6 000 t €)

Alue	Asuntojen käypä arvo (30.6.2013, t€)	%-osuus
Helsingin seutu	20,081	46 %
Suuret kaupungit	7,017	16 %
Muu Suomi	16,775	38 %
Yhteensä	43,873	100.0 %



■ Helsingin seutu ■ Suuret kaupungit
■ Muu Suomi

Liite 3: Kohteiden esittely

Helsingin seutu:

Venevalkamantie 3, Kauniainen

- Rakennusvuosi: 2012
- Käypä arvo: 2,9 MEUR
- Kerrostalo, kiinteistön täysi omistusoikeus
- 10 huoneistoa, 618 m² (Orava 33 %)
- 2,5 km pohjoiseen Kauniaisten rautatieasemalta
- Lähellä Helsinki-Turku-moottoritietä



Kirkkoniityntie 28, Sipoo

- Rakennusvuosi: 1982
- Käypä arvo: 2,0 MEUR
- Rivitalo ja kerrostalo (2 erillistä rakennusta), kiinteistön täysi omistusoikeus
- 16 huoneistoa, 1 258 m² (Orava 72 %)
- Sipoon (Nikkilä) keskustan vieressä



Kylmäojantie 15, Vantaa

- Rakennusvuosi: 1992
- Käypä arvo: 1,4 MEUR
- Rivitalo, vuokraoikeus
- 9 huoneistoa, 512 m² (Orava 100 %)
- Lähellä Leinelän rautatieasemaa (avataan 2014)



Rasinrinne 13, Vantaa

- Rakennusvuosi: 1975
- Käypä arvo: 4,0 MEUR
- Kerrostalo, kiinteistön täysi omistusoikeus
- 39 huoneistoa, 2 038 m² (Orava 95 %)
- Koivukylän rautatieaseman vieressä



Puurata 15-17, Nurmijärvi

- Rakennusvuosi: 1974-5 (korjaus 1999)
- Käypä arvo: 3,7 MEUR
- Kerrostalo (2), vuokraoikeus
- 40 huoneistoa, 2 563 m² (Orava 84 %)
- 1 km Nurmijärven keskustaan



Suuret kaupungit:

Hoitajantie 4, Jyväskylä

- Rakennusvuosi: 1969 (täysin uudelleenrakennettu 2010)
- Käypä arvo: 1,7 MEUR
- Kerrostalo, kiinteistön täysi omistusoikeus (asuinhuoneistot ja liiketilat)
- 5 huoneistoa, 1 232 m² (Orava 36 %)
- Keski-Suomen keskussairaala vuokrannut liiketilat 2020 asti
- 2 km lounaaseen Jyväskylän keskustasta, Keski-Suomen keskussairaalan vieressä



Vuoksenkatu 4, Lahti

- Rakennusvuosi: 1969
- Käypä arvo: 0,8 MEUR
- Kerrostalo, kiinteistön täysi omistusoikeus
- 11 huoneistoa, 483 m² (Orava 50 %)
- Alle 1 km Lahden keskustaan
- Alle 500 m Lahden rautatieasemalle



Pihtikatu 5, Lahti

- Rakennusvuosi: 1975
- Käypä arvo: 1,9 MEUR
- Kerrostalo, kiinteistön täysi omistusoikeus
- 33 huoneistoa, 1 970 m² (Orava 77 %)
- 3 km kaakkoon Lahden keskustasta
- Lähellä hypermarketteja
- Lähellä puistoa



Poikkikatu 4, Lahti

- Rakennusvuosi: 1971
- Käypä arvo: 2,6 MEUR
- Kerrostalo, kiinteistön täysi omistusoikeus
- 30 huoneistoa, 1 686 m² (Orava 76 %)
- N. 1 km Lahden keskustaan
- Lähellä kauppia ja palveluita



Muu Suomi:

Vuorenrinne 19, Kotka

- Rakennusvuosi: 1972-5 (kolme erillistä kerrostaloa)
- Käypä arvo: 2,7 MEUR
- Kerrostalo, vuokraoikeus
- 75 huoneistoa, 4 026 m² (Orava 100 %)
- 7 km luoteeseen Kotkan keskustasta
- Lähellä moottoritietä Haminaan



Lavatie 6, Hamina

- Rakennusvuosi: 1999
- Käypä arvo: 1,5 MEUR
- Rivitalo (3), kiinteistön täysi omistusoikeus
- 16 huoneistoa, 1 039 m² (Orava 96 %)
- 3 km länteen Haminan keskustasta
- 100 m rantaan



Aarnintie 13, Tornio

- Rakennusvuosi: 1975 (korjaus 2000)
- Käypä arvo: 2,7 MEUR
- Kerrostalo (2), kiinteistön täysi omistusoikeus
- 51 huoneistoa, 2 797 m² (Orava 96 %)
- 4 km kaakkoon Tornion keskustasta
- Lähellä moottoritietä Kemiin



Aarnintie 7, Tornio

- Rakennusvuosi: 1974 (korjaus 1990)
- Käypä arvo: 0,9 MEUR
- Kerrostalo (2), vuokraoikeus
- 19 huoneistoa, 1 138 m² (Orava 39 %)
- 4 km kaakkoon Tornion keskustasta
- Lähellä moottoritietä Kemiin



Aulangontie 39, Hämeenlinna

- Rakennusvuosi: 1974 (korjaus 2003)
- Käypä arvo: 1,4 MEUR
- Kerrostalo, kiinteistön täysi omistusoikeus
- 16 huoneistoa, 759 m² (Orava 70 %)
- 3 km koilliseen Hämeenlinnan keskustasta
- 1 km Hämeenlinnan rautatieasemalle



Liite 4: Kohdepaikkakunnat

Kunta	Väestö (ennuste 2020)	Työttömyysaste (07/13)	Tärkeimmät työnantajat	Vahvuudet
Kauniainen	9 000 (9 900)	6,5 %	Suurin osa työskentelee metropolialueella (Helsinki, Espoo)	- Palvelutaso ja sijainti Espoon keskellä - Alhaisin kunnallisvero Suomessa - 30 min junamatka Helsinkiin
Kerava	34 500 (38 900)	9,2 %	Sinebrychoff, Tuko Logistics, Metos (ammattikeittiö-laitteet), Kokkikartano	- Palvelutaso ja sijainti - 25 min automatka Helsingin keskustaan ja säännölliset juna- ja bussiyhteydet pk-seudulle
Lohja	47 500 (52 000)	10,5 %	Kaivos- ja mineraali-teollisuus (Nordkalk), metsäteollisuus (Sappi, Finnforest), muoviteollisuus (Plastex), elektroniikka-teollisuus (Enics)	- Hyvä palvelutaso ja sijainti - Turvallinen ja viihtyisä - Lapsiystävällinen - 45 min automatka Helsingin keskustaan
Nurmijärvi	40 000 (45 000)	5,9 %	Altia (alkoholi), Teknos (maali), Korsisaari (kuljetus)	- Palvelutaso ja sijainti - 30 min automatka Helsingin keskustaan ja säännölliset bussiyhteydet pk-seudulle
Sipoo	18 000 (45 000)	5,9 %	Suurin osa työskentelee metropolialueella (Helsinki, Espoo, Vantaa)	- Palvelutaso ja sijainti - 35 min automatka Helsingin keskustaan ja säännölliset bussiyhteydet pk-seudulle
Vantaa	208 000 (225 500)	10,8 %	Helsinki-Vantaan lentoasema, lukuisat yritysten pääkonttorit; logistiikka-, ruoka- ja koneiteollisuus tärkeimmät työllistäjät	- Palvelutaso ja sijainti Helsingin pohjoispuolella - Erinomaiset liikenneyhteydet - Rasinrinne: 30 min junalla Helsinkiin - Kylmäojantie 50 min bussilla Helsinkiin
Jyväskylä	135 000 (142 000)	16,4 %	Metsäteollisuus (Metso, UPM Kymmene), Jyväskylän yliopisto (15 000 opiskelijaa, 2600 työntekijää)	- Keskisen Suomen tärkein kasvukeskus - Palvelutaso - Hyvät liikenneyhteydet koko Suomeen (juna, bussi, lentoasema) - Suositettu opiskelijakaupunki
Lahti	101 000 (108 000)	17,1 % (sk 14,4 %)	Palvelu- ja teollisuusyritykset (Isku, Fazer, Hartwall, TeliaSonera, StoraEnso, UPM Kymmene)	- Hyvä sijainti Helsingin lähellä (100 km < 1 h) - Päivittäin yli 3000 henkilöä matkustaa Lahden ja Helsingin välillä
Hamina & Kotka	Hamina: 21 000 (20 500) Kotka: 55 000 (55 300)	15,8 %	Haminan ja Kotkan satamat, Steveco (logistiikka), Stora Enso, Google, Puolustusvoimat	- Kotkan ja Haminan keskustat vain 25 km etäisyydellä toisistaan - 150 km Helsinkiin (1h 45 min) - 40 km Venäjän rajalle - 250 km Pietariin
Hämeenlinna	65 000 (70 000)	11,4 % (sk 10,6 %)	Rautaruukki, Patria, Sisu, Huhtamäki, Konecranes, Iittala	- Yksi Suomen keskeisimmistä sijainneista: 2,5 miljoonaa ihmistä asuu 150 km säteellä - Hyvät juna- ja bussiyhteydet
Tornio	22 000 (23 000)	15,2 %	Outokumpu ja sen alihankkijat, tulevaisuuden investointeja biodiesel-tehtaaseen, kromin valmistukseen, malmisatamaan	- Tornio muodostaa kolmoiskaupungin Kemian (30 km etelään) ja Ruotsin puolella olevan Haaparannan (11 000 asukasta) kanssa - Suomen vilkkain rajanylityspaikka (n. 14 miljoonaa rajanylittäjää vuodessa) - Bussiyhteydet Suomeen ja Ruotsiin - Hyvät raideyhteydet

Lähde: Tilastokeskus, Työ- ja elinkeinoministeriö, kaupunkien materiaali

*sk = seutukunta

Liite 5: Johtoryhmä

Jouni Torasvirta

Toimitusjohtaja

Syntynyt: 1965

Koulutus: KTM



Mikael Postila

Pääanalyytikko

Syntynyt: 1970

Koulutus: YTK



Keskeinen työkokemus:

- Orava Rahastot Oyj, perustaja ja toimitusjohtaja, 2009-
- NASDAQ OMX, johtaja, 2007-2008
- Helsingin Pörssi, toimitusjohtaja, 2003-2008
- Helsingin Pörssi, johtaja, markkinapaikka, 2003-2003
- Helsingin Pörssi, johtaja, kaupankäynti, 2000-2003
- Helsingin Pörssin Arvopaperipalvelut, toimitusjohtaja, 1999-2000
- Svenska Handelsbanken, johtaja, johdannaiset, 1998-1999

Keskeisimmät luottamustehtävät

- Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj, hallituksen puheenjohtaja, 2010-
- Orava Rahastot Oyj, hallituksen jäsen, 2009-
- Helsingin Pörssi, hallituksen jäsen, 1999-2007
- Suomen Arvopaperikeskus, hallituksen jäsen, 1999-2003
- Helsingin Pörssin Listauskomitea, jäsen, puheenjohtaja, 2002-2008
- Tallinn Stock Exchange, varapuheenjohtaja, hallintoneuvosto, 2001-2003

Keskeinen työkokemus:

- Orava Rahastot Oyj, pääanalyytikko, 2009-
- Aalto-yliopisto, luennoitsija, 2009-
- Knight Frank LLP, associate, 2007-2009
- KTI Kiinteistötieto Oy, tutkimusanalytikko, 2005-2007



Veli Matti Salmenkylä

Talous- ja hallintojohtaja

Syntynyt: 1960

Koulutus: DI

Keskeinen työkokemus:

- Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj, toimitusjohtaja, 2010-
- Orava Rahastot Oyj, talous- ja hallintojohtaja, 2009-
- Comptel Oyj, talousjohtaja, 2006-2009
- Pretax Helsinki City Oy, toimitusjohtaja, 2003-2006
- Helsingin Pörssi, lukuisia johtotehtäviä, 1995-2003

Keskeisimmät luottamustehtävät

- Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj, hallituksen jäsen, 2010-
- Orava Rahastot Oyj, hallituksen puheenjohtaja, 2009-
- Useita hallituspaikkoja eri urheiluseuroissa

Liite 6: Omistusrakenne (ennen osakeantia)

10 suurinta osakkeenomistajaa osakelukumäärän perusteella

	Osakkeiden määrä, kpl	Omistussuus, %
1 Länsi-Suomen Vuokratalot Oy	351 000	23.9%
2 Avaintalot Oy	247 794	16.9%
3 Godoinvest Oy	229 360	15.6%
4 Sysmäläntien Kiinteistöt Oy	227 135	15.5%
5 Etra Oy	105 364	7.2%
6 Maakunnan Asunnot Oy	102 205	7.0%
7 Kotkan Hv-sijoitus Oy	87 558	6.0%
8 Kiinteistö Oy Järvenpään Ahertajankatu 9	76 999	5.2%
9 LähiTapiola Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö	12 100	0.8%
10 Petteri Vaittinen	9 756	0.7%
10 suurinta yhteensä	1 449 271	98.6%
Osakkeita yhteensä 23.8.2013	1 469 244	100%

Vastuuvapauslauseke

Tämä tutkimus on Inderes Oy:n laatima selvitys Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:stä, eikä se ole Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:n osakeantiin tai mahdolliseen listautumiseen liittyvää markkinointimateriaalia. Sijoittajien tulee ennen mahdollista sijoituspäätöstä tutustua yhtiön julkaisemaan tarjous- ja listalleottoesitteeseen.

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes Oy on tehnyt sopimuksen Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:n kanssa tämän raportin tuottamisesta.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta löytyy sivulta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>



Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki, Suomi

Puhelin: +358 10 219 4690

etunimi.sukunimi@inderes.com

www.inderes.fi



Research never sleeps

twitter.com/inderes